

América Central: Crecimiento económico e integración

Edición a cargo de Dominique Desruelle y Alfred Schipke



América Central: Crecimiento económico e integración

Edición a cargo de **Dominique Desruelle** y **Alfred Schipke**

©2007 International Monetary Fund

Edición en inglés

Producción: División de Servicios Multimedia del FMI

Composición gráfica: Bob Lunsford

Gráficos: Bob Lunsford

Edición en español

División de Español

Departamento de Tecnología y

Servicios Generales del FMI

Cataloging-in-Publication Data

América Central: Crecimiento económico e integración / edición
a cargo de Dominique Desruelle y Alfred Schipke – Washington :
Fondo Monetario Intenacional, 2007.

p. cm.—(Occasional paper ; 257)

Spanish translation of: Economic growth and integration in Central
America.

Includes bibliographical references.

ISBN 978-1-58906-660-1

1. Central America – Economic conditions. 2. Central America
– Economic policy. 3. Debts, Public – Central America. I. Desruelle,
Dominique. II. Schipke, Alfred, 1959- III. Series: Occasional paper
(International Monetary Fund) ; 257

HC141 .E26618 2007

Precio: US\$30

(US\$28 para catedráticos y
estudiantes universitarios)

Solicítese a:

International Monetary Fund, Publication Services
700 19th Street, N.W., Washington, D.C. 20431, EE.UU.

Tel: (202) 623-7430 Telefax: (202) 623-7201

Correo electrónico: publications@imf.org

Internet: <http://www.imf.org>

Índice

Prólogo	vii
Prefacio	viii
I Panorama general	I
<i>Dominique Desruelle y Alfred Schipke</i>	
Evolución reciente	1
Cuestiones fundamentales de política económica	2
Integración y coordinación de medidas de política	5
De cara al futuro	8
Referencias	8
II Evolución del crecimiento	9
<i>José Brambila Macías, Guy Meredith e Ivanna Vladkova Hollar</i>	
Generalidades	9
Contabilidad del crecimiento	11
Impedimentos al aumento de la productividad	15
Análisis empírico	17
Conclusiones	20
Apéndice 2.1. Países incluidos en la muestra	21
Apéndice 2.2. Ajuste de los modelos de regresión para los países centroamericanos	23
Referencias	23
III Reforma de los sistemas de pensiones	25
<i>Kevin Fletcher y Alfred Schipke</i>	
Estructuras básicas de los sistemas de pensiones públicos	25
Comparación de los parámetros principales	28
Regímenes especiales	35
Evolución reciente de las reformas	35
Reforma de los regímenes de pensiones y desarrollo de los mercados locales de capital	36
Opciones de reforma	36
Conclusiones	41
Apéndice 3.1. Descripción por país de las reformas más recientes	42
Referencias	46
IV Evaluación de la estructura de la deuda soberana	47
<i>André Faria y Guillermo Tolosa</i>	
Análisis de la estructura de la deuda soberana desde la óptica de los balances	47
Deuda soberana de los distintos países de América Central y su evolución histórica	48

Factores determinantes de la estructura de la deuda	52
Examen de las vulnerabilidades	58
Conclusiones	62
Referencias	63
V. Desarrollo del sector financiero: Mercados de deuda pública	65
<i>Hemant Shah</i>	
El sector financiero en América Central	66
Organización de la gestión de la deuda pública	68
Dos emisores de deuda soberana: El gobierno y el banco central	69
Emisión primaria de deuda pública	71
Mercados secundarios	77
Universo de inversionistas y regulación de la inversión en deuda pública	77
El reto de crear un mercado regional	78
Principales problemas y recomendaciones	79
Conclusiones	83
VI. Caracterización de la política monetaria	84
<i>Luis I. Jácome H. y Eric Parrado</i>	
Marco institucional de la política monetaria	84
Formulación y ejecución de la política monetaria	91
Regularidades empíricas que sustentan la caracterización de la política monetaria	95
Conclusiones	100
Apéndice 6.1. Función de reacción de la política	102
Referencias	110
Recuadros	
2.1. Marco de contabilidad del crecimiento	12
4.1. Mediciones del riesgo por descalce de monedas	53
Cuadros	
1.1. América Central: Aumento del PIB real	2
1.2. América Central: Acuerdos de libre comercio regionales y bilaterales	6
2.1. América Central: Crecimiento del PIB real a largo plazo por país	10
2.2. Contabilidad del crecimiento en diferentes regiones; 1960–2003	12
2.3. Calificación de la facilidad para hacer negocios	17
2.4. Regresiones de crecimiento comparativas entre países	19
2.5. Regresiones con datos de panel de efectos fijos	20
2.6. Puntuaciones de la calidad institucional	21
2.7. Impacto de la mejora de las instituciones sobre el crecimiento	21
2A1. Crecimiento efectivo y según las predicciones, regresiones de corte transversal; 1995–2003	23
3.1. Características principales de los sistemas públicos de pensiones obligatorias de vejez	26
3.2. Sistemas de prestaciones definidas: Pensiones de vejez medias y mínimas	30
3.3. Sistemas de prestaciones definidas: Saldos y reservas; 2004	31
3.4. Envejecimiento proyectado de la población	31
3.5. Sistemas de prestaciones definidas: Tasa interna de retorno real de las aportaciones	33
3.6. Tasas de reemplazo bajo diferentes tasas de retorno en los sistemas de primer pilar de aportaciones definidas	34
3.7. Costos administrativos de los sistemas de prestaciones definidas	35

4.1.	Factores determinantes de la proporción de la deuda interna	56
4.2.	Elasticidad de la razón deuda/PIB con respecto al tipo de cambio real	59
4.3.	Elasticidad del coeficiente de apalancamiento del gobierno central con respecto al tipo de cambio real	60
4.4.	Razón deuda a corto plazo/reservas	61
5.1.	Estructura del sistema financiero	67
5.2.	Títulos emitidos por el ministerio de Hacienda y el banco central	72
5.3.	Mecanismos de subasta de títulos de deuda pública	74
5.4.	Mercado secundario de títulos nacionales de renta fija	76
6.1.	Desglose del índice de independencia jurídica del banco central: América Central en comparación con América del Sur y México	90
6.2.	Taxonomía de las estrategias de política monetaria	92
6.3.	Volatilidad de una selección de variables macroeconómicas; 2000–05	94
6.4.	Función de reacción de la tasa de interés de los bancos centrales; 1996–2005	98
6.5.	Función de reacción del deslizamiento del tipo de cambio; 1996–2005	100
6.6.	Función de reacción de la base monetaria de los bancos centrales; 1996–2005	101
6A.1.	Disposiciones principales de la legislación de la banca central; 2005	103
6A.2.	Características principales de la política monetaria	106

Gráficos

1.1.	América Central: Algunos indicadores macroeconómicos	3
2.1.	Índices de pobreza, línea de pobreza definida a nivel nacional	9
2.2.	América Central: Crecimiento del PIB real a largo plazo	10
2.3.	PIB real per cápita por país	11
2.4.	América Central: Contabilidad del crecimiento	13
2.5.	América Central: PIB per cápita y productividad total de los factores	13
2.6.	PIB real per cápita y productividad total de los factores por país	14
2.7.	América Central: PIB real per cápita	15
2.8.	Apertura del comercio exterior: Total de exportaciones e importaciones	16
2.9.	Exportaciones a Estados Unidos	16
2.10.	Comparación de las calificaciones institucionales	20
2A.1.	Contabilidad del crecimiento por país	22
3.1.	Cobertura de las pensiones: Proporción de aportantes en la fuerza laboral; 2003	28
3.2.	Tasas de aportación para las pensiones obligatorias de vejez, invalidez y sobrevivientes	29
3.3.	Edad de jubilación estándar y esperanza de vida a los 60 años de edad	30
4.1.	Composición de la deuda soberana	49
4.2.	Estructura de la deuda externa; 2001–05	51
4.3.	Deuda en moneda extranjera	52
4.4.	Deuda a corto plazo	55
4.5.	Deuda interna: Prevista y efectiva	56
4.6a.	Proporción de la deuda interna y de la deuda en moneda extranjera	57
4.6b.	Historial de inflación y deuda en moneda extranjera	58
4.7.	Deuda a corto plazo y deuda total	59
4.8.	Deuda soberana	60
4.9.	Deuda con tasa de interés variable; 2005	61
4.10.	Volatilidad del aumento del ingreso fiscal; 1990–2005	62
5.1.	Deuda interna del banco central/deuda interna del gobierno; 2005	69
5.2.	Posibles subastas de títulos de deuda por año	73
5.3.	Subastas de títulos de deuda efectivamente realizadas por año	75

6.1. La inflación en América Central y en el continente americano	85
6.2. La inflación en América Central, el continente americano y los países industriales	85
6.3. Independencia jurídica del banco central antes y después de la reforma	89
6.4. Independencia jurídica del banco central en toda América Latina	89
6.5. Reforma del banco central e inflación en América Central	90
6.6. Inflación e independencia jurídica del banco central en América Latina; 2000–03	91
6.7. Inflación e independencia jurídica del banco central en América Latina; 2004–05	91

En la publicación se utilizan las siguientes convenciones:

- En los cuadros, una celda en blanco indica “no corresponde”, tres puntos (. . .) indican que no se dispone de datos, y 0 ó 0,0 indican “cero” o “insignificante”. Las pequeñas discrepancias entre las sumas y los totales se deben al redondeo de las cifras.
- Un guión (–) entre los años o los meses (por ejemplo, 2005–06 o enero–junio) indica los años o meses que abarca el período, incluidos el inicial y el final; se emplea el signo / entre los años o meses (por ejemplo, 2005/06) para indicar un ejercicio fiscal o financiero.
- “Puntos básicos” son centésimas de punto porcentual (por ejemplo, 25 puntos básicos equivalen a ¼ de 1 punto porcentual).

En esta publicación, el término “país” no se refiere en todos los casos a una entidad territorial que constituya un Estado conforme al derecho y la práctica internacionales; el término puede designar también algunas entidades territoriales que no son Estados, sobre las cuales se mantienen datos estadísticos en forma separada e independiente.

Prólogo

Reina un considerable optimismo en torno a la inversión y el potencial de crecimiento en América Central, lo que refleja una continua estabilidad política y económica y una mayor integración a nivel mundial y regional para elevar el empleo y reducir la pobreza de manera sostenible. Este optimismo ya ha coadyuvado a un incremento de la inversión en la región y de él hicieron eco un grupo diverso de inversionistas que se reunieron en la Conferencia de Alto Nivel sobre Inversión los días 1 y 2 de febrero de 2007 en Costa Rica, en la cual expresaron un decidido interés por comenzar a ampliar sus operaciones en América Central.

Habida cuenta de que se está prestando cada vez más atención internacional a esta región, las autoridades tienen la oportunidad de hacerla aún más atractiva para la inversión acelerando las reformas para alcanzar niveles más altos de crecimiento económico fomentando la integración. Es precisamente en estos temas que se centra esta publicación, además de destacar el avance de la región y tratar, a la luz de la experiencia internacional, otros ámbitos de crucial importancia en los que se requiere seguir adelante con las reformas. La experiencia internacional revela, por ejemplo, que el fortalecimiento de las instituciones y la mejora del entorno empresarial pueden estimular considerablemente el potencial de crecimiento de América Central, reduciendo de esa manera los niveles de pobreza que siguen siendo todavía elevados. También se plantea que existe un amplio margen de maniobra para seguir desarrollando los mercados de capital, lo que no solo aumentaría el acceso al financiamiento y facilitaría el crecimiento sino que también reduciría las vulnerabilidades y fortalecería la eficacia de la política monetaria. La publicación también abarca otros temas importantes como la reforma del sistema de pensiones, los marcos de política monetaria y las estructuras de deuda soberana.

A medida que América Central va progresando, el FMI continuará colaborando con las autoridades en sus esfuerzos de reforma mediante asesoramiento de política económica y asistencia técnica, con el objeto de mejorar las condiciones de vida de todos los ciudadanos.

Rodrigo de Rato
Director Gerente
Fondo Monetario Internacional

América Central está avanzando con sus esfuerzos de integración. Ya se han observado claras indicaciones de esta tendencia en la concertación del Tratado de Libre Comercio entre Estados Unidos, Centroamérica y la República Dominicana (CAFTA-RD), el inicio de las negociaciones sobre un acuerdo de asociación con la Unión Europea, y una creciente integración entre las economías centroamericanas, un ejemplo de la cual es el establecimiento de una unión aduanera. No obstante, estos esfuerzos tienen que ser complementados por reformas en otros ámbitos para que se materialicen los beneficios de la integración y la región se encuentre en mejor posición de hacer frente a choques adversos.

Esta publicación cubre varias prioridades en materia de política económica, como medidas para incrementar el potencial de crecimiento a fin de reducir la brecha de ingresos con países más desarrollados, asegurar la sostenibilidad de los sistemas públicos de pensiones, mejorar la estructura y funcionamiento de los mercados de deuda pública e imprimir más eficacia a la política monetaria. El benigno entorno mundial que impera actualmente ofrece una singular oportunidad para que las autoridades de la región sigan adelante con estas reformas.

Esta publicación es el segundo volumen sobre América Central que ha coordinado nuestro equipo del Departamento del Hemisferio Occidental y es prueba de que nos estamos centrando cada vez más en temas que son comunes en los países o que están directamente relacionados con el proceso de integración de América Central.

Anoop Singh
Director del Departamento del Hemisferio Occidental
Fondo Monetario Internacional

Prefacio

En vista de que cada vez más nos centramos en temas que abarcan a distintos países y que están relacionados con la integración, el Departamento del Hemisferio Occidental del FMI presenta esta segunda publicación sobre América Central, como complemento del número 243 de la serie Occasional Papers. La publicación es el resultado de un esfuerzo de equipo en el que participaron funcionarios de varios departamentos bajo la dirección de Dominique Desruelle y Alfred Schipke.

Los autores agradecen a Anoop Singh y a David Robinson por sus comentarios y su orientación. Agradecen, asimismo, los comentarios y sugerencias recibidos de las autoridades centroamericanas y de los participantes en la Quinta Conferencia Regional Anual sobre Centroamérica, Panamá y la República Dominicana que tuvo lugar en Punta Cana los días 28 y 29 de junio de 2006.

Un agradecimiento especial a Carmen Sanabia, quien trabajó arduamente para presentar a tiempo el manuscrito, y a Cleary Haines y Ewa Gradzka por su excelente apoyo de investigación. David Einhorn, del Departamento de Relaciones Externas, coordinó la producción de la publicación.

Las opiniones expresadas en este documento son las de los autores y no necesariamente reflejan las del Fondo Monetario Internacional, los directores ejecutivos ni las autoridades de los respectivos países centroamericanos, Panamá y la República Dominicana.

I Panorama general

Dominique Desruelle y Alfred Schipke¹

América Central ha realizado un gran avance hacia la recuperación de su estabilidad macroeconómica y ha continuado integrándose aún más a nivel mundial y regional². El reto que enfrenta ahora es consolidar este avance, mejorar el desempeño de su crecimiento económico para reducir la pobreza de manera significativa y disminuir las vulnerabilidades, inclusive las que están vinculadas con una mayor integración. En esta publicación se tratan algunos de estos importantes temas. En este primer capítulo, después de pasar revista a lo sucedido recientemente, se presenta un panorama general de las principales cuestiones de política económica que tiene que manejar América Central: el crecimiento económico, problemas fiscales relacionados con la reforma de los regímenes de pensiones y la estructura de la deuda soberana, el desarrollo de los mercados de capital y la política monetaria. Asimismo, se describe brevemente el progreso realizado en materia de integración y de coordinación de políticas en el ámbito regional³. En los capítulos que le siguen se analizan estos temas centrales con más profundidad.

Evolución reciente

Las elecciones presidenciales y legislativas que tuvieron lugar en América Central en los dos últimos años demostraron que la democracia está funcionando bien y que las transferencias de poder son relativamente fluidas. Si bien los gobiernos de la región siguen

comprometidos con la estabilidad macroeconómica, la capacidad de cada país para llevar adelante reformas económicas dependerá en forma crucial de su capacidad para forjar alianzas, dado que muchos gobiernos carecen de apoyo mayoritario en el Congreso.

Gracias al continuo entorno mundial favorable, la región registró recientemente un mejor desempeño de su crecimiento, el cual promedió el 5% en 2005 y alrededor del 6% en 2006. En Costa Rica, Panamá y la República Dominicana, el crecimiento manifestó un desempeño impresionante en los últimos años (cuadro 1.1). Las exportaciones de los países de la región aumentaron 11% en dólares de EE.UU. en 2005 y 2006.

A pesar de que el shock de los precios del petróleo dio lugar a un repunte de la inflación, las posiciones externas se mantuvieron firmes. Como resultado del aumento de los precios del crudo, la inflación de la región se elevó al 8% en 2005, pero bajó a alrededor del 6% en 2006. El déficit de la cuenta corriente regional no se deterioró apreciablemente y se mantuvo estable en torno al 5% del PIB tanto en 2005 como en 2006, gracias al vigoroso crecimiento de las exportaciones y de las remesas de los trabajadores migratorios. Por otra parte, los cuantiosos flujos de capital que llegaron a la región dieron lugar a una mayor acumulación de reservas internacionales.

Las autoridades de la región mantuvieron una política fiscal robusta, pero las finanzas públicas siguen siendo vulnerables y es necesario tomar nuevas medidas para reducir los niveles de deuda y financiar el gasto prioritario (gráfico 1.1). Con la notable excepción de Guatemala, los niveles de deuda pública en el resto de la región permanecen elevados (alrededor del 53% del PIB, en promedio, a fin de 2005), pese al alivio de la deuda concedido a Nicaragua y Honduras en el marco de la Iniciativa para los Países Pobres Muy Endeudados (PPME). Ante la necesidad de incrementar con urgencia el gasto prioritario en muchos países de la región, será preciso elevar el ingreso fiscal, reducir las exenciones y reorientar el gasto.

La intermediación del sector financiero está aumentando, pero la dolarización financiera, las deficiencias de la supervisión y el rápido crecimiento del crédito siguen siendo fuentes de vulnerabilidad. Con excepción de Panamá, los sistemas financieros de la región son todavía poco profundos. Es por eso que se celebra que haya un

¹En este capítulo se incorporaron valiosos comentarios de Ivanna Vladkova Hollar.

²A menos que se señale de otra manera, América Central se refiere al grupo de países integrado por Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras y Nicaragua, así como también Panamá y la República Dominicana. La inclusión de estos dos últimos países se debe a que son miembros de varias entidades regionales, como el Sistema de la Integración Centroamericana (SICA).

³Esta publicación es un complemento del Occasional Paper No. 243 (Rodlauer y Schipke, 2005) que trata sobre las implicaciones macroeconómicas del Tratado de Libre Comercio entre Estados Unidos, Centroamérica y la República Dominicana (CAFTA-RD), la liberalización del comercio exterior y la coordinación tributaria, la sostenibilidad fiscal, la integración regional y los regímenes cambiarios, cuestiones del sistema financiero y temas relacionados con la economía política de las reformas y las estadísticas macroeconómicas.

**Cuadro I.1. América Central:
Aumento del PIB real**

	2004	2005	2006
América Central	4,0	5,1	6,0
Costa Rica	4,1	5,9	7,5
El Salvador	1,8	2,8	4,2
Guatemala	2,7	3,2	4,6
Honduras	4,6	4,2	5,5
Nicaragua	5,1	4,0	3,7
Panamá	7,5	6,4	6,5
República Dominicana	2,0	9,3	10,1

Fuente: FMI, *Perspectivas de la economía mundial*.

Nota: Las cifras correspondientes a 2006 son preliminares.

mayor aumento del crédito, aunque, si se considera que en Costa Rica, Nicaragua y Panamá el crédito aumentó 3½ puntos porcentuales del PIB o más durante 2006, es necesario vigilar de cerca los riesgos⁴. La proliferación de préstamos en moneda extranjera es para los bancos una fuente potencial de riesgo crediticio inducido por la denominación de moneda, incluso en países donde las posiciones netas en moneda extranjera de los bancos están más o menos equilibradas. Las deficiencias de la supervisión, sobre todo del sector de banca extraterritorial (*offshore*), y la presencia de instituciones de depósito no supervisadas presentan importantes riesgos adicionales. Las recientes quiebras bancarias acaecidas en Guatemala, entre ellas la del cuarto banco más grande (Banco del Café) por problemas surgidos en una filial extraterritorial y la del Banco del Comercio debido a que había concedido préstamos a una institución de depósito no registrada, pusieron de manifiesto la necesidad de mejorar los marcos de supervisión y resolución bancarias a nivel nacional y regional.

Cuestiones fundamentales de política económica

Crecimiento económico

El mayor reto que enfrenta América Central es cómo reducir la pobreza generalizada y reducir la brecha de ingresos con países más desarrollados. Pese a que en

⁴Los aumentos rápidos del crédito ponen en tela de juicio la capacidad del sistema bancario para evaluar riesgos y asignar el crédito de manera eficiente. No obstante, hasta ahora, la actual expansión del crédito no podría calificarse de un “auge crediticio” (Gourinchas, Valdes y Landerretche, 2001, y Borio y Lowe, 2002). Es más, es probable que la consolidación fiscal haya tenido que ver con una mayor participación del sector privado en las operaciones de préstamos.

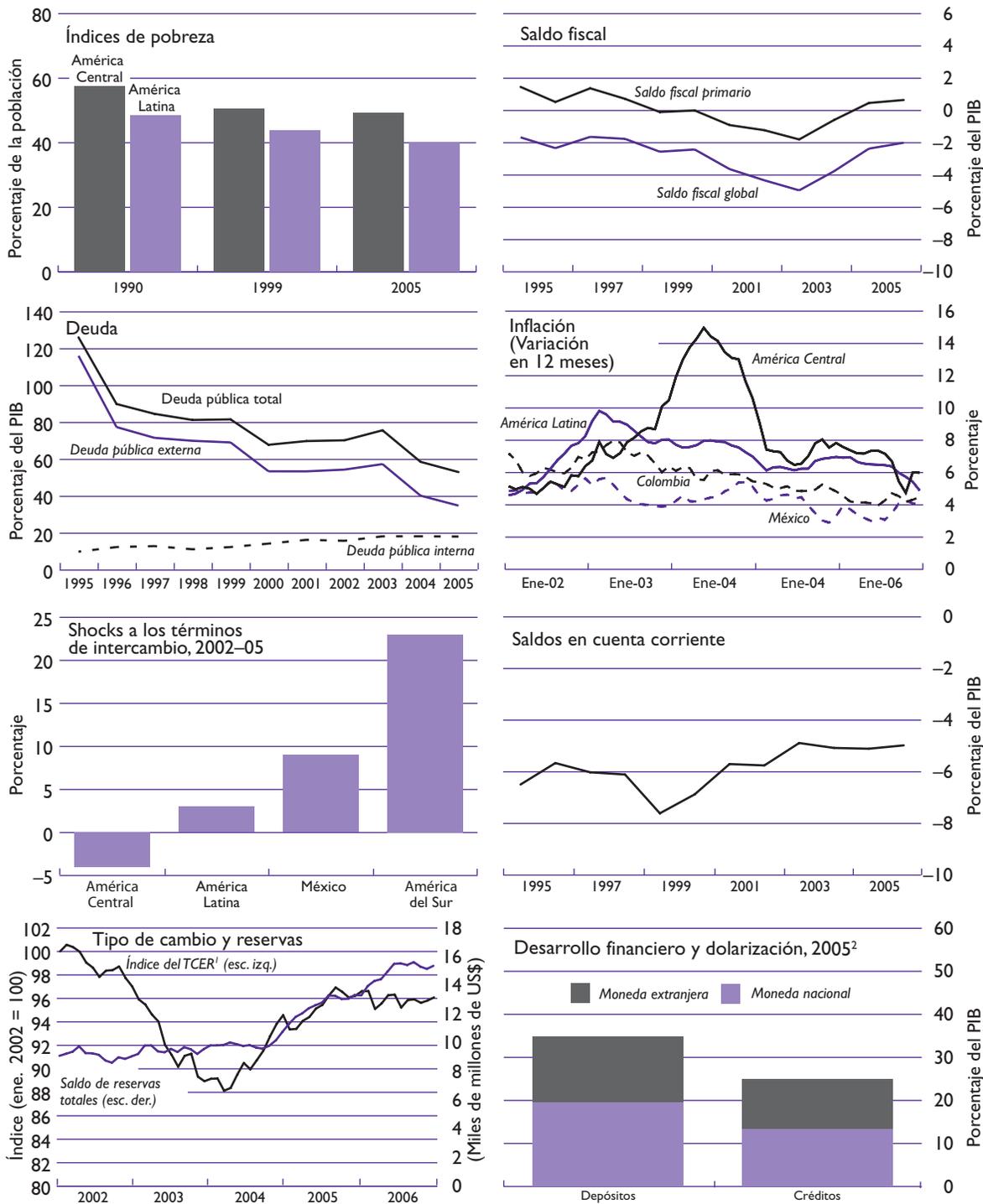
América Central mejoró la estabilidad macroeconómica y recientemente se recuperó la actividad económica, las tasas de crecimiento promedio del último decenio no llegaron a los niveles récord de los decenios de 1960 y 1970. Por otra parte, la región se ubica en una posición menos favorable cuando se compara el desempeño de su crecimiento con el de las economías de mercados emergentes más dinámicas del mundo, especialmente de Asia. Dado que los niveles de pobreza siguen siendo elevadísimos (con excepción de Costa Rica) y se encuentran muy por encima del promedio de América Latina, abordar los problemas del crecimiento económico será de suprema importancia para sacar a la gente de la pobreza y elevar significativamente los niveles de vida. Solo tres países de la región (Costa Rica, Panamá y la República Dominicana) lograron incrementar los niveles del PIB per cápita por encima de los que se registraron a fines del decenio de 1970. Si se analiza el crecimiento a nivel regional y de cada país, se observa que durante 1960–2005 los aumentos del producto por trabajador reflejaron casi exclusivamente una intensificación del capital y no un aumento de la productividad, y que las variaciones del crecimiento dentro de subperíodos y entre diferentes países están directamente vinculadas con diferencias en el aumento de la productividad.

La mejora en el desempeño del crecimiento de América Central dependerá en gran medida de la capacidad de los países para poner en práctica reformas que eleven la productividad. En los estudios recientes sobre el crecimiento y en las pruebas empíricas sobre América Central que se presentan en el capítulo II se sugiere que la región se beneficiaría mucho de una mejora en la calidad de las instituciones, sobre todo de las que están relacionadas con la actividad empresarial y con la gobernabilidad. Si se incrementa la calidad institucional al nivel de Chile, por ejemplo, se podría aumentar el crecimiento en 0,5 puntos porcentuales por año en países con instituciones relativamente fuertes (Costa Rica) y en 3 puntos porcentuales o más por año en países con instituciones relativamente débiles (Honduras y Nicaragua). Un esfuerzo concertado para mejorar las instituciones y el entorno empresarial en América Central aseguraría implícitamente que la implementación del Tratado de Libre Comercio entre Estados Unidos, Centroamérica y la República Dominicana (CAFTA-RD) y de acuerdos potenciales de comercio con la Unión Europea (UE) propiciaría las mejoras de la productividad y los beneficios tangibles que se prevén para todos.

Cuestiones fiscales: Reforma de los regímenes de pensiones y estructuras de la deuda soberana

Otro reto de política fundamental para los países de la región es crear una dinámica sostenible de la deuda. Como se señala en el capítulo III, un elemento clave

Gráfico I.1. América Central: Algunos indicadores macroeconómicos



Fuentes: FMI, *Perspectivas de la economía mundial*; FMI, *International Financial Statistics*; FMI, sistema de notificación de información, y Comisión Económica para América Latina y el Caribe.

¹TCER = Tipo de cambio efectivo real.

²Excluido Panamá.

de la estrategia para reducir las vulnerabilidades fiscales es sentar bases sólidas para los sistemas de regímenes de pensiones. Si bien es cierto que América Central tiene una composición demográfica más favorable que los países con tasas de natalidad bajas o en descenso, el envejecimiento de la población será considerable en los próximos decenios. La relación entre la población activa y los ancianos se reducirá de ocho, que es la cifra actual, a menos de tres en 2050. Además, según las normas internacionales, los países de la región otorgan prestaciones muy generosas en relación con los aportes, y la gente se jubila a temprana edad, incluso si se tienen en cuenta las diferencias en la esperanza de vida. Como resultado, la tasa interna de retorno real del sistema de prestaciones definidas de la región es, en promedio, de alrededor del 10%, más del doble de la tasa de aumento de la masa salarial real o del crecimiento promedio en los últimos decenios.

Pese a que algunos países comenzaron a introducir reformas en sus regímenes de pensiones, es necesario hacer aún más. Se requiere reformar el sistema de pensiones tanto en los países con un régimen de reparto y de prestaciones definidas como en los que pasaron a un sistema de aportes definidos mediante la privatización. Si bien no existe una solución universal, para efectos de sostenibilidad se requieren cierta combinación de tasas de aporte más altas, mayor edad de jubilación y menores prestaciones en la mayoría de los países. Además, deberá haber una relación más clara entre aportes y prestaciones. Inclusive los países que han privatizado su sistema de pensiones tienen que llevar a cabo reformas adicionales de los parámetros de su antiguo sistema de prestaciones definidas para reducir los costos de la transición. El éxito de la implementación de reformas jubilatorias en América Central dependerá no solo del diseño de las reformas en sí, sino también de la capacidad de las autoridades para movilizar el respaldo político necesario. Como lo demuestra la experiencia recogida en la región y en otros países, el éxito de las reformas de las pensiones exige un amplio consenso en la sociedad.

Otro elemento clave para reducir la vulnerabilidad es adoptar estructuras de deuda menos riesgosas. La dinámica sostenible de la deuda no solo es función de su nivel, sino también de su estructura. La denominación por monedas, la composición por vencimientos, la estructura de capital y la solvencia desempeñan un papel importante en la probabilidad de que se produzca una crisis. A menudo los balances del sector público presentan divergencias significativas en esas dimensiones. El análisis que se presenta en el capítulo IV sobre las estructuras de deuda soberana de América Central revela que la región no solo tiene niveles relativamente elevados de deuda pública (con excepción de Guatemala), sino también una mayor proporción de deuda en moneda extranjera con respecto a la deuda total (con excepción de Costa Rica) que el resto de

América Latina. Al mismo tiempo, América Central se ubica favorablemente en relación con otros países latinoamericanos en cuanto a la proporción de su deuda a corto plazo, con excepción de Costa Rica y la República Dominicana. Como ha ocurrido en general en los mercados emergentes, América Central ha logrado reducir más recientemente su exposición en moneda extranjera y ha prolongado moderadamente su estructura de vencimientos.

Si bien la estructura de la deuda centroamericana es el resultado de políticas e instituciones del pasado, la política económica puede ayudar a mejorarla y reducir así las vulnerabilidades. Como se ha demostrado empíricamente en el capítulo IV, la presencia de instituciones más fuertes es inherente a la capacidad de los países centroamericanos para emitir deuda internamente. En ese capítulo también se observa que, cuanto mayor sea el desarrollo financiero de un país, menor será la proporción de deuda en moneda extranjera y a corto plazo. Por consiguiente, será importante fortalecer las instituciones para reducir las vulnerabilidades.

Cuestiones del sector financiero: Desarrollo de mercados de deuda pública

El sistema financiero centroamericano está basado en gran medida en los bancos y, con excepción de Panamá, cuya razón activos bancarios/PIB es 250%, hay mucho margen para que la región siga desarrollándose⁵. Guatemala y la República Dominicana, en particular, tienen niveles relativamente bajos de penetración del sector financiero; la razón activos bancarios/PIB es de alrededor de 35% y 40%, respectivamente. Los mercados de capital están poco desarrollados y predominan los de deuda pública. El número de participaciones de capital y bonos de empresas privadas que se cotizan en bolsa no pasa en general de un solo dígito (excepto en Panamá). Los inversionistas institucionales (fondos de pensiones, fondos comunes de inversión y aseguradoras) actúan como intermediarios de solo una pequeña proporción del ahorro nacional.

El desarrollo de mercados de capital no solo sería importante para reducir las vulnerabilidades que se derivan de una diversificación limitada y mejorar el acceso al financiamiento, sino que también facilitaría a las autoridades la conducción más eficaz de la política monetaria. En el capítulo V se señala que existe amplio margen para introducir mejoras en las instituciones y en las operaciones. Para coadyuvar al establecimiento de mercados líquidos de deuda pública y de una curva de rendimientos soberanos unificada, es necesario transferir las deudas cuasifiscales de los bancos centrales al

⁵Véase un análisis del sector financiero en Morales y Schipke (2005) y en Brenner (2006).

gobierno⁶, y de esa manera se abordaría directamente el problema de la duplicidad de emisores de deuda soberana. América Central tiene un elevado saldo de deuda no estándar y no negociable, que deberá reestructurarse. En la mayoría de los países también será importante desarrollar y poner en práctica una estrategia de gestión de la deuda a mediano plazo y mejorar la capacidad técnica de las unidades que se ocupan de la gestión de la deuda. Al respecto, Costa Rica, El Salvador y Panamá han hecho algunas mejoras en los últimos años.

Un mercado regional de deuda pública podría ayudar a superar las limitaciones de tamaño y escala de los diferentes países centroamericanos. Sin embargo, este objetivo solo se alcanzaría en el mediano o largo plazo, después de que las mejoras de los mercados locales sienten las bases para establecer un mercado regional integrado. El Consejo Monetario Centroamericano, en colaboración con el Comité de Ministros de Hacienda y Finanzas de Centroamérica, está trabajando en la armonización de las normas técnicas de emisión de deuda pública.

Cuestiones de política monetaria

En general, uno de los retos de la región sigue siendo reducir la inflación al nivel de la de sus socios comerciales. La conducción de la política monetaria en las economías no dolarizadas de América Central se somete a la prueba adicional de la integración regional con Estados Unidos, niveles récord de flujos de remesas y, en algunos casos, una creciente integración en los mercados de capital mundiales. Dados estos retos para la política monetaria, algunos de los países (por ejemplo, Costa Rica y Guatemala) están revisando sus políticas para imprimirles más eficacia.

En el capítulo VI se demuestra que todos los países de la región han avanzado considerablemente en el fortalecimiento de las bases institucionales para formular y ejecutar la política monetaria. La nueva legislación sobre bancos centrales otorgó mayor autonomía a las autoridades monetarias y, como resultado, el mandato de los bancos centrales está más claramente enfocado a preservar la estabilidad de precios, aun cuando se sigue prestando atención a la competitividad del sector de bienes transables. Los bancos centrales también se han beneficiado de una mayor autonomía de jure.

A pesar de estos avances, persisten aún ciertas deficiencias. El intento de mantener la estabilidad de los precios y al mismo tiempo preservar el valor externo de la moneda nacional plantea inquietudes en torno a los objetivos, provoca conflictos entre las políticas (por ejemplo, cuando se producen cuantiosas entradas de capital) y socava la credibilidad de los bancos centrales.

⁶Los saldos de las deudas cuasifiscales son elevados: 11% del PIB en Costa Rica y 18% en la República Dominicana.

Además, si bien se han contenido la intervención política directa y el financiamiento de los déficits fiscales, existe en la práctica un vínculo potencialmente fuerte entre el ciclo económico y político y las decisiones de política monetaria, porque el Poder Ejecutivo sigue manteniendo considerables facultades para destituir al gobernador y a otros miembros del directorio del banco central. Por otra parte, los bancos centrales siguen careciendo de autonomía financiera porque a menudo no existen disposiciones legales para proteger la integridad de su capital.

Integración y coordinación de medidas de política

Liberalización del comercio exterior y acuerdos de comercio bilaterales

La región sigue avanzando hacia una mayor liberalización del comercio exterior y está negociando acuerdos adicionales de comercio a nivel regional y bilateral. Por supuesto, estos deberán ser pasos intermedios hacia una mayor apertura multilateral y hacia la conclusión de la Ronda de Doha, que siguen siendo los vehículos más importantes para fomentar un robusto crecimiento mundial y la reducción sostenida de la pobreza. En 2006 entró en vigencia el CAFTA-RD en El Salvador, Guatemala, Honduras y Nicaragua. En 2007 entró también en vigencia en la República Dominicana, pero aún no ha sido ratificado por Costa Rica; cabe señalar que el nuevo Presidente de Costa Rica, Óscar Arias, ha asignado gran prioridad a la ratificación de este tratado. Panamá, que no es parte del CAFTA-RD, ha concluido a nivel técnico negociaciones sobre un acuerdo separado con Estados Unidos (cuadro 1.2.). Por otra parte, América Central iniciará negociaciones sobre un acuerdo de asociación con la Unión Europea a principios de 2007, con lo que se crearía una zona de libre comercio entre ambas regiones.

Mayor coordinación regional

Ante la creciente regionalización de las operaciones del sector privado y de las instituciones financieras, el reto que se presenta es aprovechar al máximo los beneficios que aportará la integración y reducir las vulnerabilidades inherentes a ese proceso. Esto implica que el gobierno deberá adoptar políticas y medidas de regulación y supervisión adecuadas. Será necesario, en particular, redoblar esfuerzos para estandarizar normas y reglamentos (p. ej., en el ámbito aduanero), mejorar el flujo de información entre las dependencias del gobierno (p. ej., mediante supervisores del sector financiero) y afinar la coordinación de políticas en ciertas áreas (p. ej., la política tributaria). A la cabeza de este esfuerzo de coordinación se encuentra el Sistema de la Integración Centroamericana (SICA),

Cuadro 1.2. América Central: Acuerdos de libre comercio regionales y bilaterales

País	Acuerdo y fecha
Guatemala	Regional, CAFTA-RD (2006) ¹ Regional, América Central–República Dominicana (1999) Taiwan, provincia china de (2006) Regional, Triángulo Norte, México (2001) ² Regional, América Central–Chile (en negociación) Regional, América Central–Panamá (en negociación)
El Salvador	Regional, CAFTA-RD (2006) ¹ Regional, América Central–República Dominicana (1999) Regional, Triángulo Norte, México (2001) ² Regional, América Central–Chile (en negociación) Regional, América Central–Panamá (en negociación)
Honduras	Regional, CAFTA-RD (2006) ¹ Regional, América Central–República Dominicana (1999) Regional, Triángulo Norte, México (2001) ² Regional, América Central–Chile (en negociación) Regional, América Central–Panamá (en negociación) Colombia y Taiwan (en negociación)
Nicaragua	Regional, CAFTA-RD (2006) ¹ Regional, América Central–República Dominicana (1999) México (1998) Regional, América Central–Chile (en negociación) Regional, América Central–Panamá (en negociación)
Costa Rica	Regional, CAFTA-RD (2006) ¹ , no ratificado Regional, América Central–República Dominicana (1999) Canadá (2002) México (1995) Comunidad del Caribe (2004) ³ Regional, América Central–Chile (en negociación) Regional, América Central–Panamá (en negociación)
República Dominicana	Regional, CAFTA-RD (2007) ¹ Regional, América Central–República Dominicana (1999)

Fuente: <http://www.sieca.org.gt>.
¹Tratado de Libre Comercio entre Estados Unidos, Centroamérica y la República Dominicana.
²Acuerdo de Libre Comercio entre México, Guatemala y Honduras.
³Acuerdo de Libre Comercio con la Comunidad del Caribe.

en el que convergen los jefes de Estado, así como los consejos regionales y comités de ministros, presidentes de bancos centrales y superintendentes.

Negociaciones sobre un acuerdo de asociación con la Unión Europea

El marco de negociaciones sobre un acuerdo de asociación entre Centroamérica (inclusive Panamá) y la UE podría acelerar aún más la coordinación de políticas y la integración de las economías centroamericanas. Con base en la Declaración de Viena de mayo de 2006, los países respectivos se comprometieron a implementar las decisiones adoptadas en la Cumbre

Presidencial de Panamá, en la que se ratificó el Tratado sobre Inversión y Comercio de Servicios de Centroamérica, y a desarrollar un marco jurídico para garantizar la aplicación uniforme de la reglamentación comercial y económica dentro de la región. Además, el formato de las negociaciones con la UE, según el cual se designa a un solo interlocutor regional⁷, abarcaría mucho más que la estructura de las negociaciones sobre el CAFTA-RD,

⁷Se prevé que si bien cada país nombrará a su propio equipo de negociación, las conversaciones con la UE estarán encabezadas por un solo vocero, cargo que se rotará entre los representantes de cada uno de los países centroamericanos.

en el cual se negociaron bilateralmente las condiciones y exenciones específicas de cada país.

Coordinación tributaria

La implementación del CAFTA-RD y el establecimiento de la unión aduanera que está planificada aportará beneficios adicionales a la región. Al mismo tiempo, a raíz de la mayor integración económica habrá, por lo menos en el corto plazo, pérdidas de recaudación aduanera. Esto, a su vez, podría dar lugar a una nueva competencia tributaria en un momento en que los países de la región necesitan incrementar la recaudación de impuestos para atender necesidades sociales, combatir la pobreza y reducir las vulnerabilidades al hacer disminuir las razones deuda/PIB, que son relativamente elevadas.

El año pasado se han dado pasos iniciales para contrarrestar estos riesgos. Además de los esfuerzos encaminados a mejorar la administración tributaria y subir los impuestos en algunos países (sobre todo en Guatemala, Costa Rica, Nicaragua y la República Dominicana), los ministros de finanzas de la región identificaron varias áreas que era necesario abordar para lograr una mayor coordinación de sus políticas tributarias. En ese sentido se tomaron medidas clave como las siguientes: 1) intensificar la transparencia compilando una matriz de los actuales incentivos tributarios en los países respectivos y poniendo la información a disposición de los siete países; 2) reducir el riesgo de que por la competencia entre los países se desmantelen gradualmente las normas regulatorias y que proliferen incentivos tributarios al procurar llegar a un acuerdo sobre un código de buenas prácticas relativas a incentivos fiscales a la inversión; 3) proteger la base de impuestos sobre las sociedades definiendo reglas claras sobre precios de transferencia y capitalización insuficiente; 4) fomentar la cooperación entre las administraciones tributaria y aduanera mediante un intercambio sistemático de información, el cual será aún más necesario ante la meta declarada de crear una unión aduanera, y 5) mejorar la tributación internacional estableciendo tratados para evitar la doble imposición de la renta y el capital.

Por otra parte, a nivel institucional, los países de la región intensificaron sus esfuerzos de coordinación estableciendo un comité regional de ministros de finanzas y una secretaría técnica que le prestará apoyo. La creación de este comité cierra una importante brecha en la estructura institucional regional, que ya cuenta con mecanismos de coordinación regional como el Consejo Monetario Centroamericano (CMCA) y el Consejo de Ministros de Economía y Comercio de Centroamérica.

Coordinación de la regulación y supervisión del sector financiero

Se está acelerando la regionalización de los servicios financieros y cada vez son más los bancos que

establecen oficinas y filiales en diferentes países. Si bien la integración del sector financiero centroamericano favorece la reducción de costos de captación de fondos y la diversificación de riesgos para empresas y hogares, requiere la adopción de acuerdos de regulación y supervisión adecuados para reducir al mínimo brechas regulatorias, arbitraje y contagio a países vecinos. Ante estos retos, el Consejo Centroamericano de Superintendentes de Bancos, de Seguros y de Otras Instituciones Financieras está redoblando esfuerzos para mejorar la coordinación de la regulación y la supervisión del sector financiero y ha iniciado un proyecto regional que tiene por objeto: 1) mejorar la comprensión de las operaciones actuales de los grupos financieros regionales y el sistema que regula sus actividades; 2) diseñar un marco regulatorio adecuado para una supervisión transfronteriza consolidada mejorando el flujo de información y fortaleciendo la colaboración entre las autoridades de supervisión de la región; 3) adoptar normas mínimas de regulación y armonizarlas a nivel regional, y 4) crear mecanismos para hacer un seguimiento del avance logrado.

En 2006, Panamá, Costa Rica y El Salvador celebraron un acuerdo para establecer una bolsa regional de valores y bonos emitidos por empresas privadas con el objeto de crear un mercado regional de capital. Los superintendentes de valores también comenzaron a intensificar sus esfuerzos de coordinación. En la primera reunión regional que sostuvieron en la República Dominicana en 2006, iniciaron el proceso para crear un consejo centroamericano de reguladores de valores.

Armonización de las estadísticas macroeconómicas

Ante la creciente integración económica y la mayor coordinación de políticas se requieren datos más fiables y comparables entre los países. Aunque Centroamérica ha mejorado considerablemente la calidad y el suministro de la información, los datos siguen siendo de calidad heterogénea y la región carece de un sistema coordinado, consolidado y armonizado de estadísticas.

Como un primer paso, las autoridades de la región han iniciado un proyecto para mejorar y armonizar las estadísticas monetarias y financieras, y en una etapa posterior podría pensarse en la armonización de las estadísticas de finanzas públicas. El objetivo es facilitar la comparación entre los países y el análisis regional, en tanto que se suministran datos fiables y completos al sector privado y a las autoridades. El proyecto tiene los siguientes objetivos: 1) mejorar los sistemas actuales de compilación de estadísticas monetarias y financieras; 2) ampliar la cobertura recopilando datos de todas las principales instituciones financieras de la región, inclusive de bancos extraterritoriales y otros intermediarios financieros como los fondos de pensiones, las aseguradoras y los fondos de inversión, y 3) definir criterios

comunes de clasificación y valoración de los instrumentos financieros y los sectores económicos. Se prevé que el proyecto quede concluido en 2008.

De cara al futuro

Como reflejo de la adopción de políticas económicas bien concebidas y de un entorno mundial benigno, Centroamérica registró un mejor desempeño económico en los últimos años y se encuentra en una buena posición para consolidar el progreso realizado. Sus instituciones políticas y económicas están madurando y existe un amplio consenso sobre la necesidad de mantener la estabilidad macroeconómica, aprovechar los beneficios que aporta la globalización y reforzar la cooperación regional. En este contexto, el reto es ahora reducir la pobreza y mejorar el nivel de vida de todos los ciudadanos, a la vez que se fortalece la capacidad de la región para recuperarse de los shocks adversos. En los siguientes capítulos se abordan estos temas con más profundidad.

Referencias

- Borio, Claudio, y Phillip Lowe, 2002, "Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus", BIS Working Paper No. 114 (Basilea, Suiza: Banco de Pagos Internacionales, julio).
- Brenner, Patricia, 2006, *Central America: Structural Foundations for Regional Financial Integration* (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Gourinchas, Pierre-Olivier, Rodrigo Valdés y Oscar Landerretche, 2001, "Lending Booms: Latin America and the World", NBER Research Working Paper No. 8249 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Morales, R. Armando, y Alfred Schipke, 2005, "La integración regional y el sistema financiero", en *América Central: Integración mundial y cooperación regional*, Markus Rodlauer y Alfred Schipke, compiladores, Occasional Paper No. 243 del FMI (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Rodlauer, Markus, y Alfred Schipke, compiladores, 2005, *América Central: Integración mundial y cooperación regional*, Occasional Paper No. 243 del FMI (Washington: Fondo Monetario Internacional).

II Evolución del crecimiento

José Brambila Macías, Guy Meredith e Ivanna Vladkova Hollar

El crecimiento económico de América Central¹ se recuperó del pobre comportamiento que había registrado en el decenio de 1980 durante el período de reformas que comenzó a principios de la década de 1990, pero aunque la región está logrando una encomiable estabilidad macroeconómica, el crecimiento de esos años no alcanzó los niveles de los decenios de 1960 y 1970. Tampoco alcanzó el nivel de los países de mercados emergentes más dinámicos, sobre todo de Asia. Y pese a que recientemente se fortaleció el crecimiento, sigue habiendo inquietudes en torno a la capacidad de la región para crecer a un ritmo que permita elevar en forma apreciable los niveles de vida y reducir la pobreza². Como prueba de este reto, aun cuando la incidencia de la pobreza cedió en la región durante los años noventa, se mantuvo muy por encima de la que registraba toda la región de América Latina a finales del decenio (gráfico 2.1).

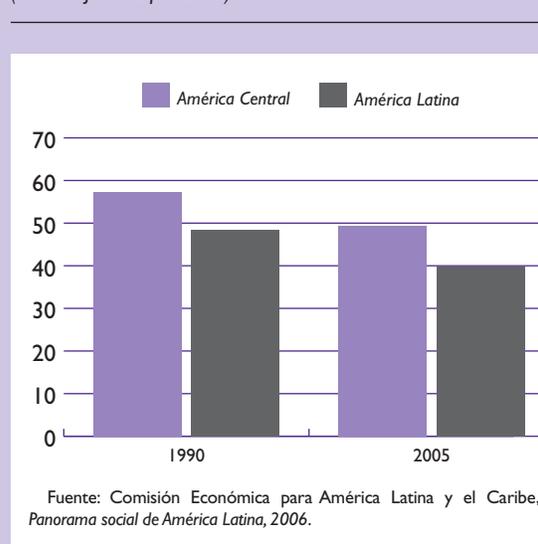
En este capítulo se revisan, en primer lugar, algunas generalidades sobre la manera en que se comportó el crecimiento en América Central desde el decenio de 1960 y a continuación se analizan sus orígenes durante ese período utilizando un marco estándar de contabilidad del crecimiento para la región en su conjunto y para los diferentes países. Seguidamente se pasa revista a algunas de las explicaciones del crecimiento relativamente insatisfactorio de la región en el contexto de la bibliografía más amplia que abarca el crecimiento en distintos países, centrándose en las deficiencias institucionales y, en particular, en las regulaciones a las que está sujeta la actividad empresarial. En un marco de regresión con datos de panel se presenta la base empírica sobre el papel que desempeñan instituciones débiles, a fin de ilustrar la posible importancia de esos efectos en América Central.

¹Abarca los países que forman parte del Tratado de Libre Comercio entre Estados Unidos, Centroamérica y la República Dominicana (CAFTA-RD): Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua y la República Dominicana.

²Estas inquietudes se exacerban ante las pruebas que presentan Berg *et al.* (2006) de que, en general, los países latinoamericanos han tenido dificultades para mantener el crecimiento durante largos períodos.

Gráfico 2.1. Índices de pobreza, línea de pobreza definida a nivel nacional

(Porcentaje de la población)



Generalidades

América Central y América Latina, en su conjunto, tuvieron un crecimiento relativamente rápido en los decenios de 1960 y 1970. El aumento del PIB real en América Central mantuvo un promedio de alrededor de 5½% durante los dos decenios (cuadro 2.1 y gráfico 2.2). El crecimiento fue similar en los diferentes países durante el primer decenio: en el extremo más alto se ubicaba Nicaragua con 7½% y en el más bajo la República Dominicana con 4¾%. No obstante, ambos países intercambiaron posiciones en el decenio siguiente y la dispersión se amplió sensiblemente: la República Dominicana creció 8¼% en promedio y el crecimiento de Nicaragua se redujo a cero. Los demás países de la región tuvieron una evolución más estable durante ambos decenios, y la mayoría registraron un crecimiento relativamente robusto.

La situación se modificó drásticamente en los años ochenta, cuando la región se vio muy afectada por

Cuadro 2.1. América Central: Crecimiento del PIB real a largo plazo por país

(Porcentaje anual)

	1960–69	1970–79	1980–89	1990–99	2000–05	1960–2005
Costa Rica	5,9	6,3	2,1	5,4	3,7	4,7
El Salvador	6,0	3,9	-2,1	4,9	2,2	3,0
Guatemala	5,5	5,9	0,9	4,1	2,7	3,8
Honduras	4,9	5,8	2,5	2,8	3,9	4,0
Nicaragua	7,4	0,0	-0,9	3,0	3,3	2,6
República Dominicana	4,8	8,2	3,8	4,6	4,3	5,1
América Central	5,7	5,3	1,2	4,4	3,4	3,9

Fuentes: Banco Mundial, *World Development Indicators* (2005), y FMI, *Perspectivas de la economía mundial* (2005).

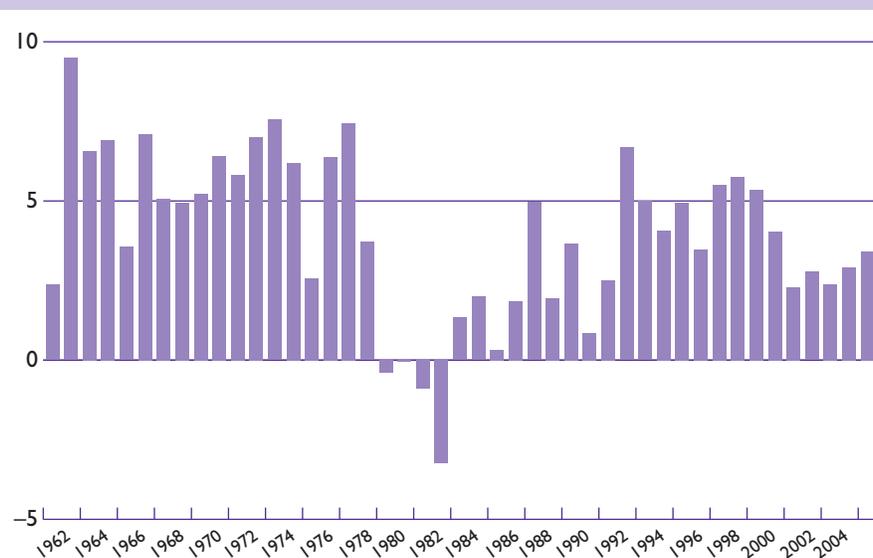
conflictos armados y shocks externos y no hubo respuestas adecuadas en la política económica, como ocurrió en gran parte de América Latina. Los shocks negativos externos más fuertes fueron las crisis del petróleo y de la deuda, una inflación galopante y fuertes descensos de los precios del café y la fruta, que figuran entre las principales exportaciones de la región al mundo desarrollado. Como resultado, en América Central se produjo una amplia desaceleración económica y el crecimiento llegó a un promedio de apenas 1¼% en los años ochenta. Nicaragua sufrió un colapso espectacular, dado que los disturbios de orden político

provocaron una reducción abrupta del PIB real per cápita en 1979, seguida de un período de estancamiento en los años ochenta (gráfico 2.3)³. El Salvador también resultó muy afectado, con una baja acumulada del producto de casi 30% en el período 1979–83. Costa Rica, Guatemala y Honduras registraron contracciones del producto a principios del decenio de 1980, pero menos graves que las de Nicaragua y El Salvador. La Repú-

³En 1979 fue derrocado el gobierno de Somoza y asumió el mando una nueva coalición gubernamental dominada por el Frente Sandinista de Liberación Nacional (FSLN).

Gráfico 2.2. América Central: Crecimiento del PIB real a largo plazo

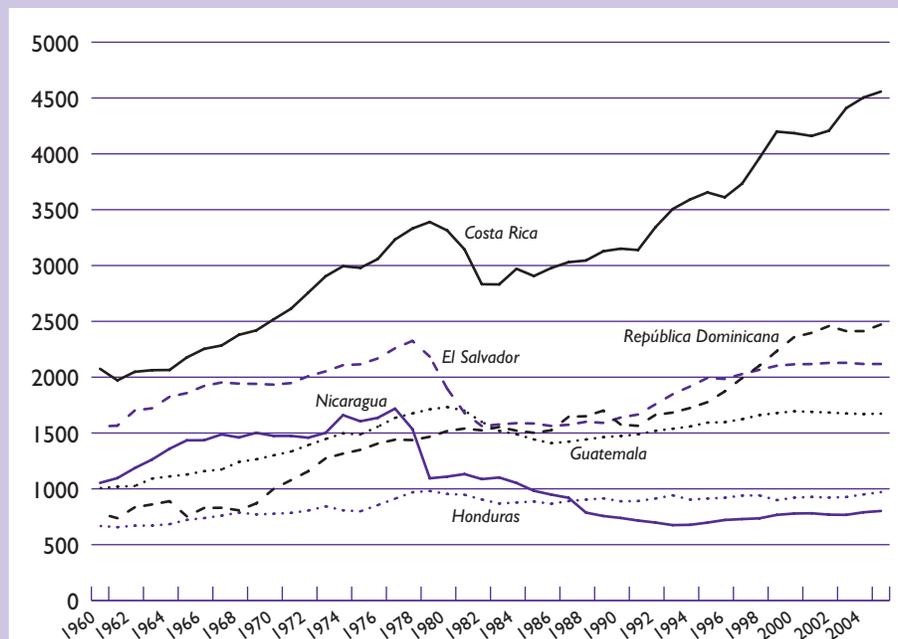
(Porcentaje)



Fuentes: Banco Mundial, *World Development Indicators* (2005), y FMI, *Perspectivas de la economía mundial* (2005).

Gráfico 2.3. PIB real per cápita por país

(Dólares de EE.UU. constantes del año 2000)



Fuentes: Penn World Table Version 6.1 y FMI, base de datos de *Perspectivas de la economía mundial*.

blica Dominicana es una excepción interesante al débil desempeño de este período: continuó creciendo a un ritmo relativamente robusto a principios de ese mismo decenio y desaceleró su crecimiento hacia el final.

Tras la “década perdida” de los años ochenta, los noventa trajeron aparejados signos de recuperación en la mayoría de los países centroamericanos. Los cambios democráticos, las reformas estructurales y la estabilidad económica mundial permitieron a la región obtener incrementos moderados pero sostenidos del producto, y el aumento promedio del PIB real fue de 4½% durante el decenio. Sin embargo, pese a esta recuperación, el crecimiento se ubicó 1 punto porcentual por debajo del promedio de los años sesenta y setenta, y únicamente El Salvador se aproximó a la tasa registrada durante esos años. En los primeros cinco años del decenio actual hubo nuevas reducciones del crecimiento en la región, y la tasa promedio bajó a 3%. En El Salvador se produjo una baja particularmente aguda del crecimiento a poco menos del 2% en ese período, en tanto que Honduras fue el único país del grupo que logró mejorar su crecimiento en relación con el decenio de 1990. Para 2005, el nivel del PIB real per cápita era más alto que a fines de los años setenta solo en dos países: Costa Rica y la República Dominicana (gráfico 2.3).

Ante la desaceleración del PIB que tuvo lugar durante 2000–05 cabe preguntarse qué proporción de ese mejor desempeño en los años noventa fue transitoria, porque pudo haber reflejado de manera parcial repuntes temporales tras las recesiones del decenio precedente. Por otra parte, se cuestiona la durabilidad de la expansión de la región durante el decenio pasado, dado que se nutrió principalmente del incremento de las exportaciones de maquila a Estados Unidos, las cuales han estado sujetas a una creciente competencia de otros países, sobre todo asiáticos. Para comprender mejor los factores que provocaron cambios de sentido en el crecimiento de la región a partir de los años sesenta, en la siguiente sección se repasa la experiencia regional en el marco de contabilidad del crecimiento, antes de pasar a las explicaciones estructurales que aclaren por qué no ha sido más vigoroso el crecimiento de la región.

Contabilidad del crecimiento

A fin de evaluar los determinantes aproximados de las variaciones del crecimiento en la región desde los años sesenta, se realizó un ejercicio de contabilidad del crecimiento en el cual se descomponen las variaciones del producto en las contribuciones de los insumos factoriales,

Recuadro 2.1. Marco de contabilidad del crecimiento

Descomponemos el aumento del producto utilizando la función de producción neoclásica de Cobb-Douglas:

$$Y = AK^\alpha L^{1-\alpha}$$

donde A corresponde a la productividad total de los factores, K al stock de capital físico, L a la mano de obra y α a la participación del capital. Al calcular logaritmos y derivadas en el tiempo se obtiene la ecuación tradicional para la tasa de aumento estimada de la productividad total de los factores (PTF):

$$\frac{d \log A}{dt} = \frac{d \log Y}{dt} - \alpha \frac{d \log K}{dt} - (1 - \alpha) \frac{d \log L}{dt}$$

*Aumento de la PTF = Aumento del producto - (Participación del capital)*Aumento del capital - (Participación de la mano de obra)*Aumento de la mano de obra.*

El insumo de mano de obra se mide utilizando el tamaño de la fuerza laboral. Las series de stock de capital se elaboraron utilizando el método del inventario perpetuo:

$$K_{t+1} = (1-\delta)K_t + I_t$$

con una tasa de depreciación anual δ de 4%, en tanto que α se fijó en 33%, como en las estimaciones típicas (véase Loayza, Fajnzylber y Calderón, 2005). El stock de capital inicial se calculó de la siguiente manera:

$$K_0 = Y_0 \left[\frac{gI}{\delta + g} \right] \left(\frac{I}{Y} \right)$$

donde Y_0 es el producto en 1960, I es la inversión fija en 1960, δ es la tasa de depreciación supuesta y g es el aumento promedio del producto en el decenio de 1960.

y como residuo queda el componente no explicado del crecimiento (recuadro 2.1). Aplicando la terminología adoptada originalmente por Solow (1957), llamamos a este residuo productividad total de los factores (PTF). En el largo plazo, la PTF capta aspectos intangibles del progreso humano y tecnológico que hacen que el capital y la

mano de obra eleven su productividad. La productividad a largo plazo también está influenciada por la eficiencia de la asignación de los recursos, dado que una asignación ineficiente puede mantener a un país dentro de su frontera de producción aunque se utilicen plenamente la mano de obra y el capital.

En el período 1960–2005, el marco de contabilidad del crecimiento sugiere que la PTF no hizo prácticamente ninguna contribución al aumento del producto en América Central. El producto real por trabajador en la región aumentó en promedio alrededor de 1¾% anual, pero todo este incremento reflejó la intensificación del uso del capital más que el aumento de la productividad (cuadro 2.2). Esta falta de aumento de la productividad era característica de toda la región latinoamericana, aunque el producto real por trabajador aumentó aún más lentamente en América Latina debido a que fue menor la contribución de la acumulación de capital. En Asia oriental, en cambio, el aumento del producto real por trabajador mantuvo un promedio de 3¾% en este período, gracias a las significativas contribuciones del capital y de la PTF. Cabe destacar el ejemplo de China, donde la contribución de la PTF al crecimiento fue cercana a 3 puntos porcentuales por año.

Si se analiza lo sucedido en América Central por subperíodos, observamos que las variaciones de la contribución de la PTF fueron el principal factor que explica las variaciones del crecimiento del producto en el tiempo (gráficos 2.4 y 2.5)⁴. En el decenio de 1960, el desempeño favorable del crecimiento reflejó una contribución de la PTF de poco más de 1 punto porcentual por año. Si bien el producto continuó creciendo a un ritmo más o menos rápido en los años setenta, se modificaron las razones subyacentes, dado que dejó de aumentar la PTF pero se elevó la contribución de la acumulación de capital. Sin embargo, esta combinación desequilibrada de acumulación de capital sin aumento de la productividad demostró ser insostenible, y los shocks que tuvieron lugar a fines de los años setenta

⁴Esto es característico de las conclusiones a las que llegan Easterly y Levine (2001) para una muestra más amplia de países. Véanse también en Faal (2005) pruebas empíricas para México, y en Cabrera Melgar, Fuentes y Morales (2005) para El Salvador.

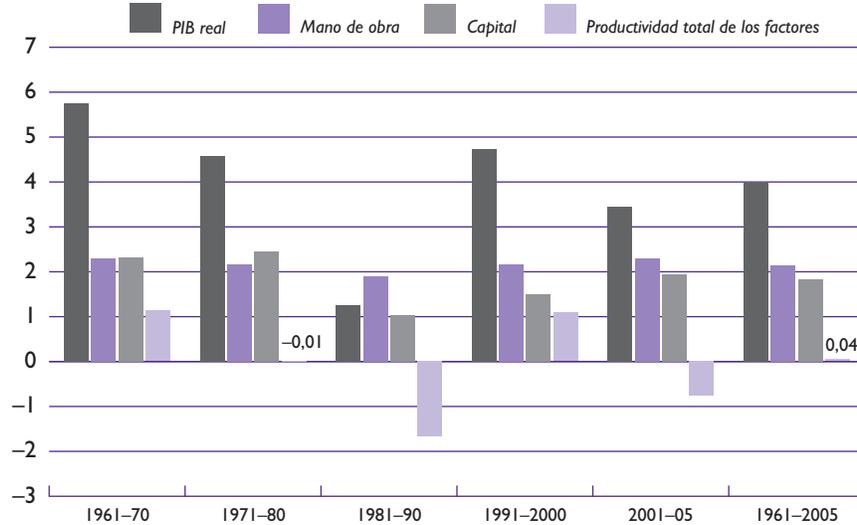
Cuadro 2.2. Contabilidad del crecimiento en diferentes regiones; 1960–2003

	Aumento del producto por trabajador	Contribución de:	
		Capital	PTF
América Central (1960–2005)	1,8	1,8	0,0
América Latina	1,0	0,9	0,1
Asia oriental (excluida China)	3,8	2,8	1,0
China	5,0	2,2	2,7

Fuentes: Cálculos del personal técnico del FMI, y Singh y Cerisola (2006, cuadro 1).
Nota: PTF = productividad total de los factores.

Gráfico 2.4. América Central: Contabilidad del crecimiento

(Contribución en puntos porcentuales)



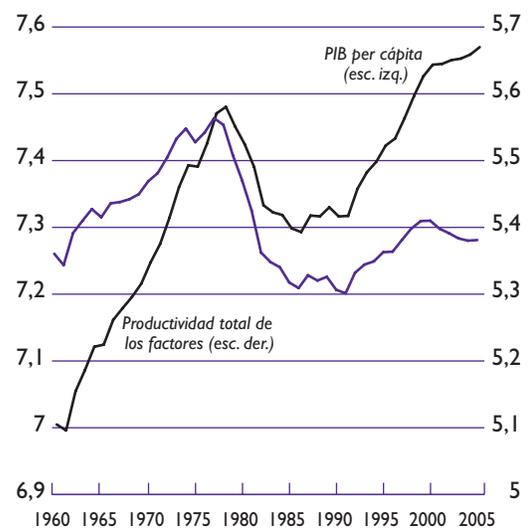
Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI utilizando cifras del Banco Mundial, *World Development Indicators* (2005), y FMI, *Perspectivas de la economía mundial* (2005).

y principios de los ochenta produjeron un colapso de la PTF y debilitaron la inversión. La recuperación de la región durante el decenio de 1990 estuvo relacionada principalmente con el retorno a un aumento de la productividad, aunque a un ritmo tanto menor que en los años sesenta, en combinación con un incremento de la contribución del capital. En cuanto a lo ocurrido en el período 2001–05, la desaceleración del crecimiento guardaba relación con una nueva contracción de la PTF, pero a un ritmo más moderado que durante el decenio de 1980.

Al emplear el marco de contabilidad del crecimiento se detectan similitudes y diferencias interesantes en los países de la región. Como ocurre para el conjunto de la región, es evidente que las variaciones del PIB real per cápita, entre los diferentes países y en el tiempo, están relacionadas directamente con los movimientos de la PTF (gráfico 2.6)⁵. Desde principios del decenio de 1960 hasta fines de los años sesenta, la PTF aumentó en casi todos los países de este grupo, con excepción de Nicaragua, cuya productividad se estancó desde mediados de los años sesenta. En El Salvador, también se aplanó notablemente el aumento de la productividad en los años setenta. Es interesante destacar que ambos países registraron las caídas más pronunciadas del producto cuando se deterioraron las condiciones a

Gráfico 2.5. América Central: PIB per cápita y productividad total de los factores

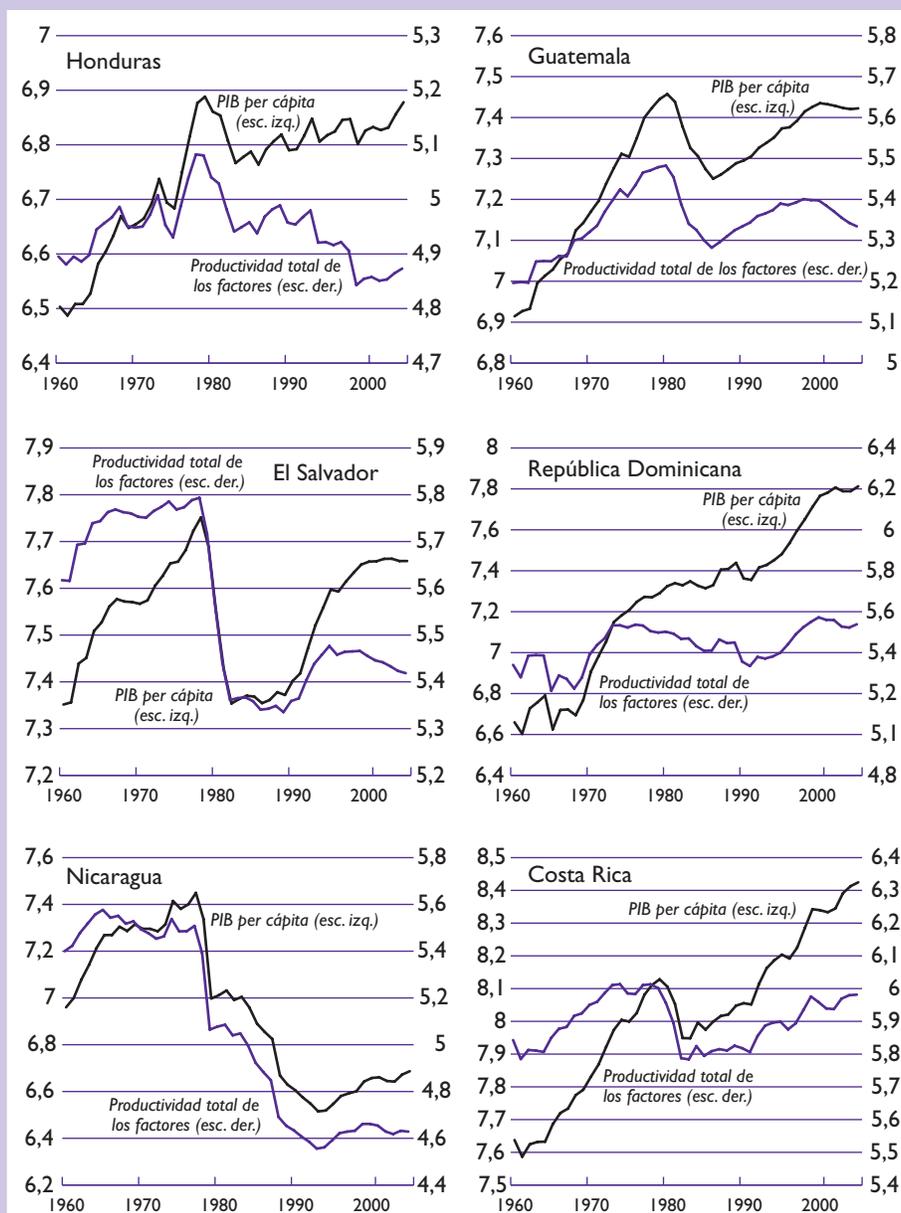
(Logaritmos)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI utilizando cifras del Banco Mundial, *World Development Indicators* (2005), y FMI, *Perspectivas de la economía mundial* (2005).

⁵En el gráfico 2A.1 del apéndice se presentan los resultados del ejercicio de contabilidad del crecimiento para cada país.

Gráfico 2.6. PIB real per cápita y productividad total de los factores por país
(Logaritmos)



Fuentes: Banco Mundial, *World Development Indicators* (2005), y FMI, *Perspectivas de la economía mundial* (2005).

finales del decenio de 1970, lo que sugiere que la debilidad de los fundamentos económicos, que se refleja en la ausencia de aumento sostenido de la productividad, los dejó particularmente expuestos a shocks desfavorables.

En los primeros años del decenio de 1980 se produjeron agudas contracciones de la PTF y del producto en la mayoría de los demás países de la región, pero

en general fueron menos graves que las que padecieron Nicaragua y El Salvador. En Honduras, Guatemala y Costa Rica, las recesiones de principios del decenio de 1980 duraron muy poco, y se observó un renovado aumento de la productividad y del producto para mediados del decenio (aunque a un ritmo más lento en Honduras). El único país que pudo evitar un fuerte shock

para el producto a principios del decenio fue la República Dominicana, pero su desempeño fue relativamente poco encomiable, dado que la tendencia descendente de la PTF que comenzó a mediados de los años setenta se mantuvo durante todo el decenio siguiente.

El decenio de 1990 se caracterizó por el retorno a niveles crecientes de productividad en la mayoría de los países de la región. Al igual que la República Dominicana, los países que se recuperaron con mayor rapidez de las crisis de principios de los años ochenta—Costa Rica y Guatemala—también experimentaron el aumento más firme de la productividad en los años noventa. El Salvador y Nicaragua registraron cierta recuperación de la productividad en ese decenio, pero las fases de crecimiento fueron de menor duración. Honduras fue una notable excepción en el cuadro de mejoras de los años noventa, porque durante todo el decenio la productividad cayó en forma continua⁶.

Lo que ocurrió más recientemente, en 2000–05, indica que la desaceleración del aumento del producto en la región se debió a nuevas caídas de la productividad en varios de los países que se recuperaron en los años noventa: El Salvador, Guatemala, Nicaragua y la República Dominicana. En Honduras, la productividad parecía haber tocado fondo en ese período tras los descensos registrados en los años noventa, pero no hubo señales de una recuperación significativa. Costa Rica fue, por lo tanto, el único país del grupo con niveles de productividad en constante aumento desde los shocks de principios de los años ochenta. El débil desempeño de la productividad que se observó en la mayoría de estos países en los cinco últimos años exacerba las inquietudes en cuanto a las perspectivas a mediano plazo si no se llevan a cabo reformas que permitan incrementar la productividad. Para comprender mejor los factores subyacentes que pueden estar frenando el crecimiento de la región, en la siguiente sección se repasan las pruebas obtenidas sobre los impedimentos estructurales, seguidas de un análisis empírico del papel de las instituciones en el contexto centroamericano.

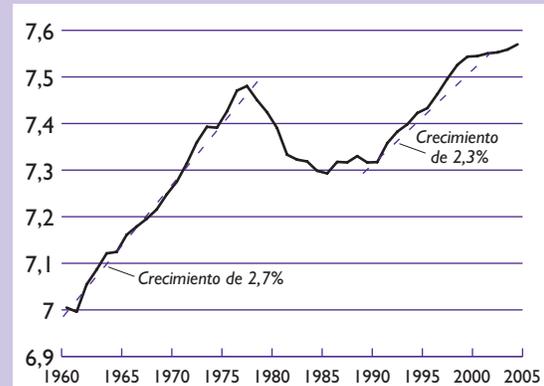
Impedimentos al aumento de la productividad

Existe, por supuesto, una amplia bibliografía sobre las fuentes del crecimiento en los países en desarrollo y sobre los factores que impiden el progreso en algunos países, y en otros lo estimulan. Zettelmeyer (2006) hace

⁶Las recientes revisiones de las cuentas nacionales de Costa Rica y Nicaragua introdujeron interrupciones en 1991 y 1994, respectivamente, y las mejoras de la cobertura se centraron principalmente en los sectores informal y de los servicios. Por lo tanto, los aumentos de la contribución de la productividad total de los factores al crecimiento para Costa Rica en 1992 y para Nicaragua en 1995 reflejan, por lo menos parcialmente, una interrupción en la cobertura de la serie correspondiente al PIB.

Gráfico 2.7. América Central: PIB real per cápita

(Logaritmo)



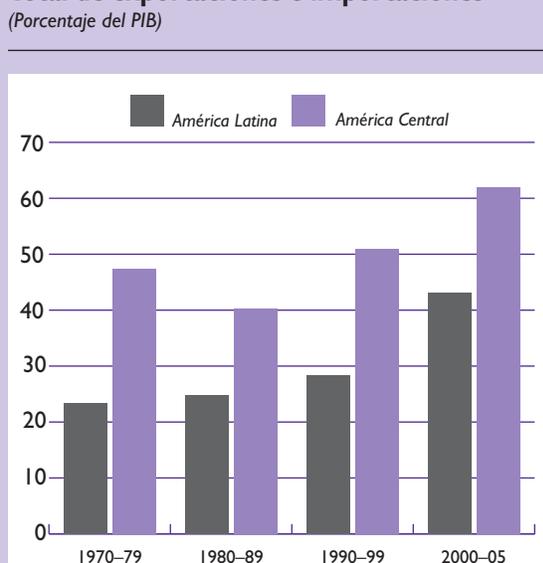
Fuentes: Banco Mundial, *World Development Indicators* (2005), y FMI, *Perspectivas de la economía mundial* (2005).

un repaso de las pruebas recogidas para América Latina, que revisten particular importancia porque lo que ha sucedido en América Central fue similar a lo que sucedió en el resto de América Latina, por lo menos en términos de aumento del PIB y de la productividad. El autor señala que el débil desempeño de América Latina se debió a la volatilidad macroeconómica, a una desigualdad de ingresos relativamente alta y a un bajo grado de apertura externa en comparación con otras regiones⁷.

En lo que se refiere a la volatilidad macroeconómica, la experiencia de América Central parece ser típica del resto de América Latina. Las pruebas que se presentan en Sahay y Goyal (2006) indican que el papel que desempeñaron factores tales como el crecimiento externo, los shocks a los términos de intercambio y los cambios de orientación de las políticas en los países centroamericanos fueron similares al que tuvieron en otras partes, y que la volatilidad de estos factores provocó un bajo crecimiento en toda América Latina. El ejemplo más drástico, por supuesto, es la crisis de la deuda de principios del decenio de 1980. Como se observa en el gráfico 2.7, el PIB real per cápita de toda la región se redujo casi un 20% desde fines del decenio de 1970 hasta mediados del de 1980 y, aparentemente, el crecimiento mantuvo de ahí en adelante una trayectoria descendente. Esto quizá no sea sorprendente si se tiene en cuenta la evidencia histórica sobre los efectos que tienen los shocks fuertes en el

⁷Véase también en Easterly, Loayza y Montiel (1997) y en Solimano y Soto (2005) una descripción de la evolución del crecimiento en América Latina.

Gráfico 2.8. Apertura del comercio exterior: Total de exportaciones e importaciones
(Porcentaje del PIB)



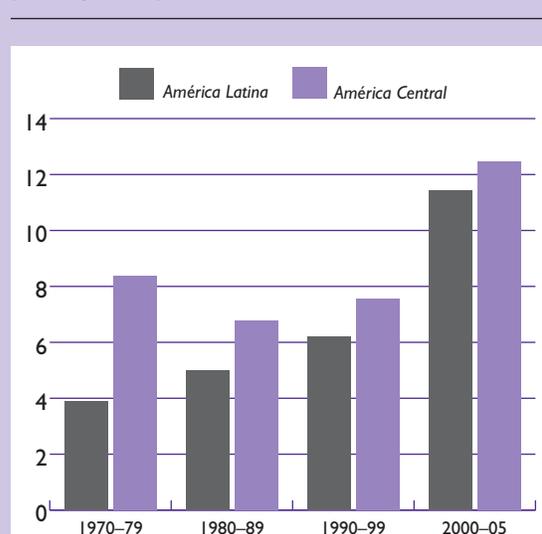
Fuentes: FMI, base de datos de *Direction of Trade Statistics* y *Perspectivas de la economía mundial* (2005).

crecimiento a largo plazo, lo que indica que algunas de las pérdidas del producto tienden a ser permanentes⁸. Lo más notable es que, tras un período de estancamiento, la curva subsiguiente de la trayectoria del crecimiento era más plana que antes de la “década perdida”, aunque cabría esperar una recuperación parcial de las pérdidas del producto de los años ochenta, y además la región recuperó la estabilidad macroeconómica (Sahay y Goyal, 2006).

Las pruebas recogidas sugieren que existen otros factores, además del historial de volatilidad macroeconómica, que contuvieron el crecimiento en la región, por lo menos desde principios del decenio de 1990. De las otras dos características que observó Zettelmeyer (2006), la desigualdad del ingreso en América Central es típica de toda la región latinoamericana (Sahay y Goyal, 2006) y, por lo tanto, cabría esperar que desempeñe una función similar. En cambio, en lo que se refiere al tercer factor —apertura al comercio exterior— América Central ha mantenido, por lo general, una proporción de comercio internacional más alta que el resto de América Latina, y también fue mayor el volumen de intercambios comerciales con

⁸Cerra y Saxena (2005) utilizan datos de panel para analizar la velocidad a la cual se recuperan las economías después de un shock, y llegan a la conclusión de que las pérdidas del producto que ocurren durante las recesiones son seguidas de fases de recuperación parcial pero no total, de manera que una parte de esas pérdidas es permanente.

Gráfico 2.9. Exportaciones a Estados Unidos
(Porcentaje del PIB)



Fuentes: FMI, base de datos de *Direction of Trade Statistics* y *Perspectivas de la economía mundial* (2005).

Estados Unidos, aunque las diferencias han disminuido un poco en los últimos años (gráficos 2.8 y 2.9)⁹. Sobre esa base, podría esperarse que el comercio haya tenido un efecto positivo sobre el crecimiento en América Central teniendo en cuenta la gran cantidad de pruebas obtenidas en distintos países sobre los vínculos entre el comercio exterior y el crecimiento, así como también las conclusiones a las que llegaron Arora y Vamvakidis (2005), quienes determinaron que el comercio con países más desarrollados y de rápido crecimiento incide positivamente en el nivel de ingresos.

Parte de la razón por la cual el comercio exterior todavía no ha provocado un impulso mayor al crecimiento de América Central puede ser la estructura misma de ese comercio en la región. Lederman y Maloney (2003) se centran en factores específicos de la composición del comercio exterior en América Central, como la abundancia de recursos, la concentración de exportaciones y la estructura de los intercambios comerciales dentro del mismo sector industrial. Observan que la concentración de exportaciones ha sido un obstáculo significativo al crecimiento en la región. Se trata esta de una conclusión crucial dado que más del 50% de las exportaciones de la región proceden de la maquila, que está expuesta a la competencia directa de China y México. Aun

⁹A partir de la Iniciativa para la Cuenca del Caribe de 1983, los países centroamericanos se beneficiaron de las preferencias comerciales en los mercados estadounidenses, lo que les permitió acceso a una amplia gama de productos exentos de impuestos.

Cuadro 2.3. Calificación de la facilidad para hacer negocios

País	Calificación
Costa Rica	105
República Dominicana	117
El Salvador	71
Guatemala	118
Honduras	111
Nicaragua	67
Panamá	81
Estados Unidos	3
Canadá	4
Chile	28
México	43

Fuente: Banco Mundial (2005b).

así, este tipo de estudios no explica por qué la estructura del comercio exterior ha evolucionado en una dirección determinada, ni por qué la región no ha sido más dinámica para ajustarse a las oportunidades de comercio que fueron surgiendo y para diversificar sus industrias de exportación hacia actividades de mayor valor agregado.

La falta de adaptación dinámica en la actividad del comercio internacional centroamericano cuestiona el papel que desempeñan la flexibilidad del mercado y el espíritu empresarial para traducir las oportunidades comerciales en crecimiento económico. En este sentido, Dollar y Kraay (2002) analizan los efectos de las instituciones y del comercio exterior en el crecimiento y llegan a la conclusión de que el efecto es combinado en el largo plazo. Una interpretación posible es que la existencia de instituciones sólidas crea incentivos adecuados para reasignar productivamente los recursos cuando se presentan nuevas oportunidades para comerciar con el exterior. Siguiendo la misma lógica, Bolaky y Freund (2004) examinan los efectos de la apertura al comercio exterior sobre el crecimiento, y aducen que el comercio exterior no estimula el crecimiento en economías con reglamentación excesiva porque la burocracia impide que los recursos se dirijan hacia sectores más productivos¹⁰. Por consiguiente, es más probable que se incremente el comercio exterior en los sectores donde no debería aumentar, y de esa manera se amplifican las distorsiones que puedan existir. Chang, Kaltani y Loayza (2005) también encuentran una clara comple-

¹⁰Djankov, McLiesh y Ramalho (2005) también analizan de qué manera la reglamentación afecta el crecimiento en diferentes países, y llegan a la conclusión de que al mejorar el índice de reglamentación de la actividad empresarial del peor al mejor cuartil puede lograrse un aumento de 2½ puntos porcentuales en el crecimiento anual promedio de un país. Loayza, Fajnzylber y Calderón (2005) también encuentran una fuerte relación entre la reglamentación y el crecimiento.

mentariedad entre las reformas institucionales y la liberalización del comercio para promover el crecimiento.

Se deduce de los estudios que existe un vínculo importante entre la calidad del marco institucional y los beneficios de la apertura al comercio exterior. Este es un punto clave para América Central, donde la reglamentación de la actividad empresarial es notablemente engorrosa (cuadro 2.3) y la calidad institucional tiende a ser deficiente. Las implicaciones de esta observación son particularmente importantes a medida que la región ingresa a un nuevo período de liberalización del comercio con la entrada en vigor del CAFTA-RD y las perspectivas de celebrar negociaciones comerciales con la Unión Europea. Si se aprovechan las oportunidades que ofrece este acuerdo podrá imprimirse un fuerte estímulo para fomentar un crecimiento más satisfactorio en la región en un entorno institucional adecuado¹¹.

Análisis empírico

En esta sección se analizan las pruebas empíricas de los efectos de las instituciones, y de otros factores, en el crecimiento de los países centroamericanos. En la sección anterior se señala la falta de mejoras de la productividad como factor aproximado que restringe el crecimiento en la región, pese a su relativa apertura al comercio exterior. Al no existir datos internacionales comparables sobre los factores que podrían afectar directamente a la productividad, como las actividades de investigación y desarrollo y el registro de patentes, es imposible hacer un análisis a nivel microeconómico. En todo caso, es probable que estas actividades sean endógenas al entorno institucional de un determinado país, que por definición incluye el sistema jurídico, la reglamentación de la actividad empresarial, etc. Parecería más útil, entonces, para entender los determinantes más profundos de los factores que impulsan la productividad y las medidas de política que podrían afectar esos factores, centrarse en el papel que desempeñan esas instituciones para fomentar el crecimiento. En el análisis empírico se examina el papel de las instituciones utilizando como variable sustitutiva dos medidas ampliamente utilizadas, desde la perspectiva más reciente comparando los diferentes países y desde una perspectiva dinámica a más largo plazo. Al emplear un conjunto de datos que nos permite hacer amplias comparaciones entre los países¹² y al controlar los determinantes clave identificados en la abundante bibliografía sobre el crecimiento, estimamos un modelo de crecimiento cuyos coeficientes nos permiten verificar que las instituciones sí inciden en el crecimiento y cuantificar los efectos de una mejora de las instituciones centroamericanas a

¹¹Véase en Banco Mundial (2005a) una descripción de las oportunidades que presenta el CAFTA-RD.

¹²En el apéndice 2.1 figura la lista de países.

niveles alcanzados en países latinoamericanos de sólido desempeño económico, como Chile.

El análisis se inicia con el examen del efecto que las instituciones tienen sobre el crecimiento en el período que comienza a mediados del decenio de 1990. Es conveniente centrarse en este período más reciente porque esto permite hacer abstracción de los efectos que tuvo en América Central lo ocurrido en los años ochenta e inmediatamente después. Todo lo que sucedió a partir de mediados de los años noventa puede reflejar mejor la evolución de la productividad subyacente de estos países y sus implicaciones para el crecimiento futuro. La variable dependiente se define como el aumento promedio del PIB real per cápita en el período 1995–2003. Como medida de la calidad de las instituciones utilizamos los indicadores de gobernabilidad de Kaufmann, Kraay y Mastruzzi (2003). Estos indicadores contienen dos índices: el índice 1 es el promedio de todas las dimensiones de sus indicadores¹³, y el índice 2 es el promedio de los dos componentes que están asociados más directamente con la actividad empresarial, es decir, la carga normativa y el Estado de derecho. Comparamos el poder explicativo de estos dos índices para determinar con qué amplitud debería definirse el entorno institucional para poder evaluar su impacto en el crecimiento. También introducimos la calificación de riesgo político del conocido sistema de calificación de la Guía Internacional de Riesgo País (ICRG, por sus siglas en inglés) como verificación adicional de la validez de la información¹⁴. Una posible crítica al uso de indicadores institucionales es que son endógenos a otros factores que pueden afectar el crecimiento, lo que produce un sesgo al estimar el impacto utilizando mínimos cuadrados ordinarios. Para controlar la endogeneidad potencial, también se realizaron regresiones con variables instrumentales, utilizando como instrumentos el origen legal y el porcentaje de población anglófona a partir del conjunto de datos de Dollar y Kraay (2002)¹⁵.

En el cuadro 2.4 se muestran los resultados de las regresiones de corte transversal utilizando diferentes

definiciones del índice de instituciones como variable explicativa. Los resultados se presentan utilizando mínimos cuadrados ordinarios y mínimos cuadrados en dos etapas, y los instrumentos descritos anteriormente como variables de las instituciones. Los signos de las estimaciones de los parámetros son los que se esperan en todas las regresiones, pero los del comercio exterior (crecimiento de los socios comerciales y apertura) y la inflación no son estadísticamente significativos. Los coeficientes de todas las variables son significativos y de magnitud similar en las regresiones que utilizan mínimos cuadrados ordinarios (modelos 1 y 2) y mínimos cuadrados en dos etapas (modelos 3 y 4), lo que sugiere que la endogeneidad no es un problema importante. No puede afirmarse que la definición amplia de las instituciones sea mejor que la estrecha, o viceversa. El coeficiente de esta última es un poco más grande y más significativo en las regresiones con cuadrados mínimos ordinarios, en tanto que ocurre lo contrario cuando se emplean mínimos cuadrados en dos etapas¹⁶. Según nuestra interpretación, esto demuestra que ambos aspectos de las instituciones —es decir, los que afectan directamente el entorno empresarial y los que se refieren a consideraciones más amplias sobre la gobernabilidad— pueden afectar el entorno para el crecimiento, aunque las instituciones del entorno empresarial podrían ser un tanto endógenas a otros factores que inciden en el crecimiento. Es más, al separar el efecto “puro” de las instituciones del efecto que puedan tener en el crecimiento a través de su efecto en la inversión (modelos 5, 6 y 8 del cuadro 2.4) se demuestra que el coeficiente de las instituciones sigue siendo muy significativo y su magnitud no se reduce apreciablemente.

En el siguiente conjunto de verificación de validez se toma en cuenta la variación cronológica que no se ha analizado al promediar los datos. Se construyó un panel de tres promedios quinquenales no superpuestos de las variables dependientes y explicativas¹⁷. La estimación de una regresión con datos de panel de efectos fijos¹⁸ muestra que el coeficiente de la calidad de las instituciones, medido según el índice político de la ICRG, es válido en lo que respecta a la magnitud, y sigue siendo significativo (modelos 9 y 10 del cuadro 2.5)¹⁹.

¹³Las dimensiones son: eficacia del gobierno, control de los sobornos y la corrupción, inestabilidad política y violencia, carga normativa, voz y rendición de cuentas y Estado de derecho.

¹⁴La calificación general de riesgo político refleja las calificaciones de riesgo de los siguientes componentes: estabilidad del gobierno, condiciones socioeconómicas, perfil de inversión, conflictos internos, conflictos externos, corrupción, intervención militar en la política, incidencia de la religión en la política, ley y orden, tensiones étnicas, responsabilidad democrática y calidad de la burocracia.

¹⁵Acemoglu, Johnson y Robinson (2001) estudian el papel que tuvo la historia colonial en la creación de las instituciones. Observan que en zonas con tasas elevadas de mortalidad, los colonos europeos establecían “estados extractivos”. En otras regiones, donde las tasas de mortalidad eran más bajas, era más probable que establecieran instituciones al estilo europeo en las que prevalecía el Estado de derecho y se alentaba la inversión. Por consiguiente, en las primeras colonias de América Latina se crearon instituciones y reglamentaciones que propiciaban la explotación, favorecían a una elite reducida y restringían otras actividades económicas.

¹⁶Si se trata de determinar en forma hipotética cuál es más importante empleando ambas definiciones en la misma regresión, se llega a una conclusión similar: ninguna es más significativa debido a la multicolinealidad, aunque la definición estrecha es más significativa utilizando mínimos cuadrados ordinarios y la amplia usando mínimos cuadrados en dos etapas.

¹⁷Para construir el panel se extendió el período inicial de estimaciones de 1995–2003 a 1990–2004.

¹⁸La selección de la especificación de efectos fijos en lugar de efectos aleatorios se justifica mediante una prueba de Hausman.

¹⁹Solo se dispone de indicadores de gobernabilidad para las regresiones de corte transversal a partir de mediados del decenio de 1990 y, por lo tanto, no se pudieron emplear en esta especificación.

Cuadro 2.4. Regresiones de crecimiento comparativas entre países*(Estadísticos-t entre paréntesis)*

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	MCO	MCO	MC2E	MC2E	MCO	MCO	MCO	MCO
Logaritmo del PIB inicial per cápita (1995)	-1,26 (-5,58)	-1,35 (-6,14)	-1,55 (-3,09)	-1,38 (-2,69)	-1,07 (-4,59)	-1,42 (-6,31)	-1,43 (-5,30)	-1,12 (-4,28)
Índice 1 de instituciones de KKM	1,91 -5,68	...	2,46 -2,53	...	1,79 -5,45	1,49 -4,05		
Índice 2 de instituciones de KKM	...	2,09 -6,61	...	2,07 -1,83				
Índice de instituciones de la ICRG							0,19 -5,21	0,17 -4,74
Inflación	-0,02 (-1,10)	-0,03 (-1,53)	-0,02 (-0,96)	-0,03 (-1,65)	-0,02 (-1,29)	-0,01 (-1,31)	0,00 -0,23	0,01 -0,36
Educación	0,04 -3,60	0,04 -3,49	0,04 -3,28	0,04 -3,05	0,02 -1,80	0,05 -5,83	0,04 -2,90	0,02 -1,31
Consumo del gobierno	-0,10 (-3,08)	-0,08 (-2,88)	-0,10 (-2,67)	-0,09 (-2,76)	-0,06 -1,67	-0,06 (-1,94)	-0,05 (-1,37)	-0,01 (-0,20)
Crecimiento de los socios comerciales	0,22 -0,44	0,04 -0,07	0,34 -0,72	0,05 -0,09	-0,08 (-0,17)		0,37 -0,73	0,05 -0,10
Apertura						0,00 (-0,30)		
Inversión					0,13 -4,27	0,12 -3,94		0,13 -3,56
Constante	9,78 -5,42	10,52 -6,04	11,7 -3,03	10,83 -2,63	6,61 -3,82	8,03 -4,81	-2,85 (-1,46)	-4,87 (-2,58)
Número de observaciones	91	91	84	84	84	119	84	80
R al cuadrado	0,40	0,41	0,40	0,42	0,51	0,43	0,41	0,50

Nota: KKM = Kaufmann, Kraay y Mastruzzi (2003); ICRG = Guía Internacional de Riesgo País; MCO = mínimos cuadrados ordinarios; MC2E = mínimos cuadrados en dos etapas.

Tampoco cambia el coeficiente de la inversión. El coeficiente de la variable de apertura es significativo, y su efecto coincide con el que se estima en otros estudios, como el de Arora y Vamvakidis (2005). El coeficiente de la inflación²⁰ también es significativo y negativo en esta especificación.

En general, los resultados del análisis empírico sugieren un vínculo importante entre la calidad del marco institucional y el crecimiento. Se ha observado que la calidad institucional, definida en sentido amplio y en sentido estricto, tiene un impacto significativo y concreto en el crecimiento, mucho más allá de su efecto a través de la inversión. Algunas pruebas directas de la hipótesis que plantea que los beneficios que aporta la apertura comercial al crecimiento están vinculados a la calidad del marco institucional dan cierto respaldo tentativo: el coeficiente de un término de interacción de la calidad institucional y la apertura es positivo y significativo, lo que sugiere que son mayores los beneficios del comercio

en los países con mejores instituciones, pero no es muy sólida la evidencia empírica²¹.

¿Cómo se califican las instituciones centroamericanas? En el gráfico 2.10 y en el cuadro 2.6 se presentan las puntuaciones correspondientes a los índices de calidad institucional de los países centroamericanos y de Chile, país que tiene las mayores calificaciones en América Latina, así como el promedio general para toda la muestra de países. Solo Costa Rica tiene una puntuación institucional superior a la media de la muestra, pero aun así se queda muy atrás de la puntuación de Chile. El Salvador y la República Dominicana se ubican en las calificaciones medias para América Central, y Guatemala, Honduras y Nicaragua quedan a la zaga.

Cabe preguntarse, entonces, ¿cuánta mejora de la calidad institucional podría dar lugar a tasas más altas de crecimiento en la región? En el cuadro 2.7 se trata este tema en el supuesto hipotético de que se elevaran al

²⁰Medido como logaritmo de (1 + inflación).

²¹El término de interacción es significativo y positivo en las regresiones de corte transversal utilizando los índices de la ICRG y de Kaufmann, Kraay y Mastruzzi, pero no es significativo en la regresión con datos de panel de efectos fijos.

Cuadro 2.5. Regresiones con datos de panel de efectos fijos

(Estadísticos-t entre paréntesis)

	(9) EF	(10) EF
Logaritmo del PIB inicial per cápita (1995)	-5,92 (-4,91)	-7,40 (-6,02)
Índice de instituciones de la ICRG	0,18 -5,41	0,13 -3,46
Inflación	-1,34 (-2,97)	-1,09 (-2,47)
Educación	0,00 -0,11	-0,16 -0,33
Consumo del gobierno	-0,10 (-3,08)	-0,16 (-2,28)
Apertura	0,03 -3,07	0,02 -2,42
Inversión	0,11 -1,90	0,15 -2,64
Variables ficticias de tiempo		
1990-94		-1,53 (-3,12)
1995-99		-1,11 (-3,63)

Nota: ICRG = Guía Internacional de Riesgo País; EF = Efectos fijos.

nivel de Chile las puntuaciones institucionales de los países centroamericanos, y luego se calculara la variación resultante del valor ajustado para el crecimiento empleando las estimaciones de parámetros del marco de

la regresión²². Los efectos serían significativos, lo que señalaría mejoras en el crecimiento comprendidas entre alrededor de 0,5 puntos porcentuales por año en Costa Rica a 3 puntos porcentuales o más en los países con las puntuaciones institucionales más bajas²³. Por supuesto, toda transformación de las instituciones de esta magnitud requeriría mucho tiempo, pero los resultados indican que las reformas institucionales podrían desempeñar un importante papel para ubicar a los países centroamericanos en una senda de crecimiento más satisfactorio²⁴.

Conclusiones

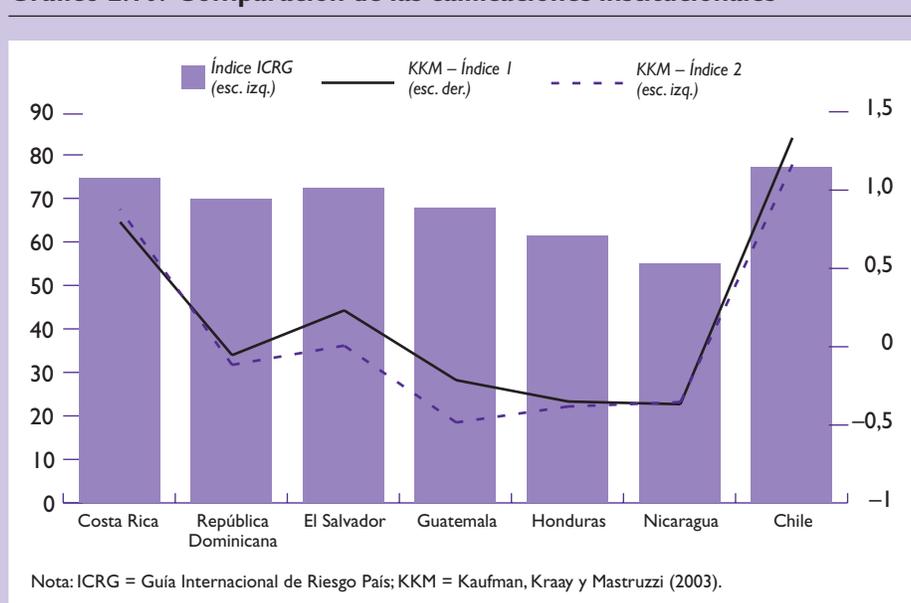
Si bien es cierto que la recuperación de América Central en los años noventa resultó ser un contraste favorable con la “década perdida” de los ochenta, el desempeño no fue del todo satisfactorio, y la evolución más

²²En el cuadro 2A.1 se muestra el ajuste de los modelos de regresión para los países centroamericanos.

²³Dada la solidez del coeficiente de calidad institucional, en el cuadro 2.7 se muestra el impacto estimado de una mayor calidad de las instituciones solo para un subconjunto representativo de todas las especificaciones estimadas. Estas abarcan el uso de tres medidas institucionales diferentes (las definiciones estrecha y amplia del índice de Kaufmann, Kraay y Mastruzzi y el índice de riesgo político de la Guía Internacional de Riesgo País), y la inclusión de niveles de inversión como variable de control.

²⁴En un estudio del crecimiento y las instituciones que forma parte de la publicación *Perspectivas de la economía mundial* (FMI, 2003) se presenta un claro panorama de la índole del cambio institucional, las características que deberían reunir las economías de mercado y el papel que desempeñan las medidas de política para propiciar el desarrollo institucional.

Gráfico 2.10. Comparación de las calificaciones institucionales



Cuadro 2.6. Puntuaciones de la calidad institucional

(Promedio de las dimensiones)

País	Índice 1: "Amplia"	Índice 2: "Estricta"
Promedio de 91 países	0,28	0,34
Chile	1,16	1,33
Costa Rica	0,88	0,80
El Salvador	0,01	0,23
Guatemala	-0,48	-0,21
Honduras	-0,38	-0,35
Nicaragua	-0,35	-0,37
República Dominicana	-0,12	-0,05

Fuente: Kaufmann, Kraay y Mastruzzi (2003).

Cuadro 2.7. Impacto de la mejora de las instituciones sobre el crecimiento

(Puntos porcentuales, variación del valor según las predicciones)

País	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 5	Modelo 7	Modelo 8
Costa Rica	0,6	1,1	0,5	0,5	0,4
El Salvador	2,3	2,3	2,1	0,9	0,8
Guatemala	3,1	3,2	3,0	1,8	1,6
Honduras	3,0	3,5	2,8	3,0	2,6
Nicaragua	2,9	3,5	2,7	4,2	3,7
República Dominicana	2,5	2,9	2,3	1,4	1,2

Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

reciente plantea inquietudes en torno a las perspectivas a largo plazo. La región no ha podido retomar las altas tasas de productividad y crecimiento que se observaron en algunos períodos precedentes, como el decenio de 1960. El crecimiento tampoco fue suficiente para reducir en forma significativa la pobreza ni la brecha de ingresos con los países más desarrollados. En la mayoría de los países centroamericanos, el nivel de productividad es inferior al que se observaba a fines de los años setenta. Además, la desaceleración del aumento del producto y la baja productividad del período 2000–05 plantean dudas sobre las perspectivas de que la región inicie un período de crecimiento rápido y sostenido, aun con las oportunidades que surjan con la entrada en vigencia del CAFTA-RD.

Los estudios y las pruebas empíricas recogidas sobre América Central sugieren que la calidad de las instituciones, incluso las que están relacionadas con la actividad empresarial y con la gobernabilidad de manera más general, afecta significativamente el crecimiento. Este es un ámbito en el que existe margen para mejorar mucho en la mayoría de los países centroamericanos. Es más, las deficiencias institucionales pueden explicar por qué estos países no han capitalizado plenamente las oportunidades comerciales que les ofrece su proximidad a los

mercados desarrollados y un grado relativamente alto de apertura al comercio exterior. Se ha demostrado que los efectos beneficiosos del comercio internacional tienden a materializarse solo en un entorno de instituciones sólidas que fomentan una asignación eficiente de recursos y un ambiente empresarial dinámico. Es fuerte el impacto estimado que una mejora de las instituciones tendría en el crecimiento, lo que sugiere que los cambios que se introduzcan en este sentido podrían ser muy importantes para encarrilar a América Central en una trayectoria de crecimiento más alto y sostenido.

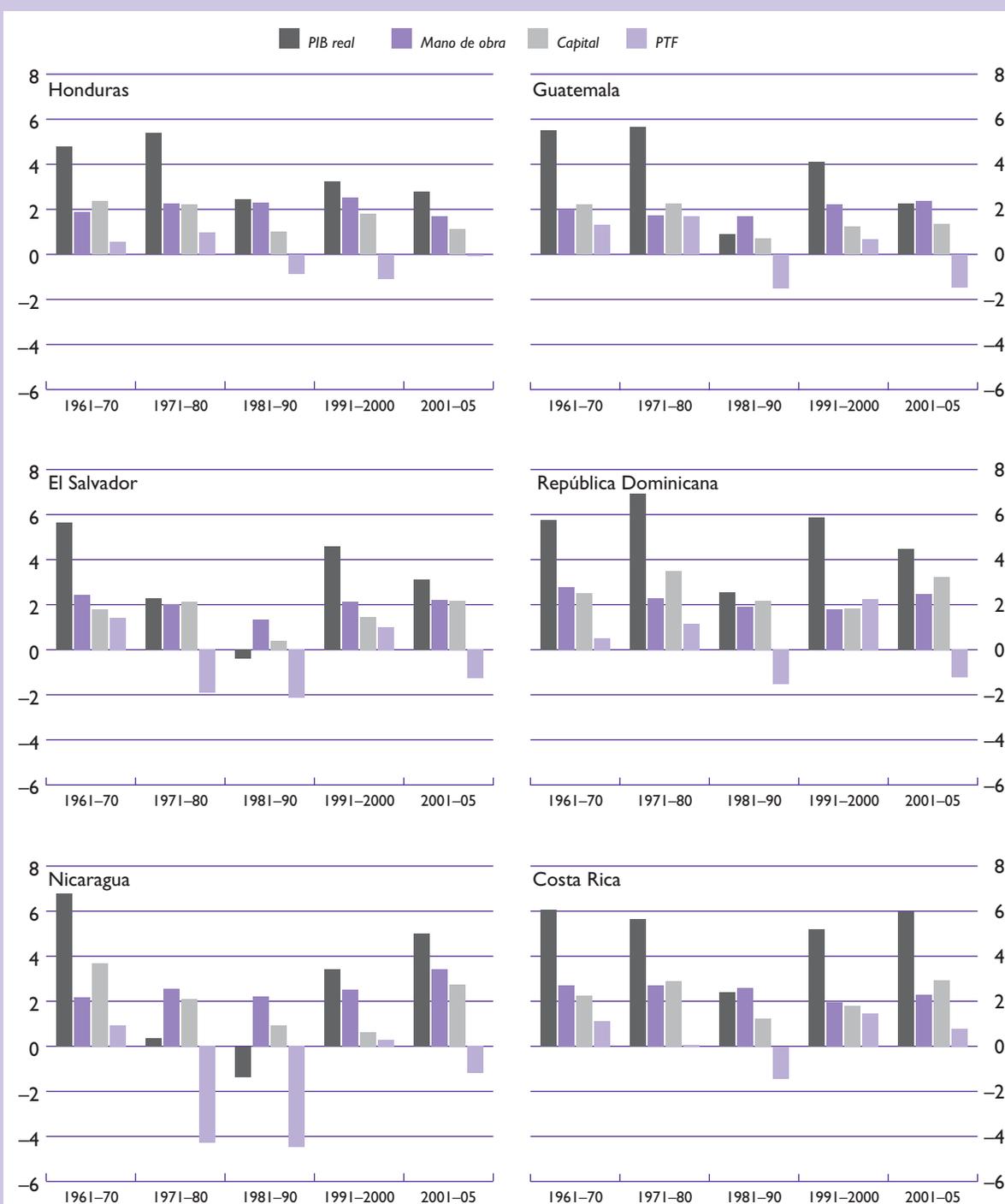
Apéndice 2.1. Países incluidos en la muestra

Especificaciones de 91 países:

Alemania, Arabia Saudita, Argentina, Australia, Austria, Bangladesh, Barbados, Bélgica, Benin, Bolivia, Brasil, Burkina Faso, Camerún, Canadá, Chad, Chile, China, Chipre, Colombia, Corea, Costa Rica, Dinamarca, Ecuador, Egipto, El Salvador, España, Estados Unidos, Fiji, Filipinas, Finlandia, Francia, Gambia, Ghana, Grecia, Guatemala, Guyana, Honduras,

Gráfico 2A.1. Contabilidad del crecimiento por país

(Contribución en puntos porcentuales)



Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI utilizando cifras del Banco Mundial, *World Development Indicators*, y FMI, *Perspectivas de la economía mundial*.

Nota: PTF = Productividad total de los factores.

Cuadro 2A.1. Crecimiento efectivo y según las predicciones, regresiones de corte transversal; 1995–2003

País	Crecimiento efectivo	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 5	Modelo 6	Modelo 7	Modelo 8
Costa Rica	2,3	1,8	1,5	1,7	1,4	1,6	1,4
El Salvador	1,2	1,3	1,7	0,9	1,0	2,0	1,6
Guatemala	0,8	0,3	0,6	0,2	0,0	1,0	0,9
Honduras	0,3	0,7	0,6	1,6	1,7	0,6	1,5
Nicaragua	1,4	1,1	1,0	2,2	2,4	-0,3	1,0
República Dominicana	3,8	1,3	1,2	0,9	1,0	1,9	1,4
Promedio	1,6	1,1	1,1	1,2	1,3	1,1	1,3

RAE de Hong Kong, Hungría, India, Indonesia, Irlanda, Islandia, Israel, Italia, Jamaica, Japón, Jordania, Kenya, Madagascar, Malasia, Malawi, Malí, Marruecos, Mauritania, México, Mozambique, Nepal, Nicaragua, Níger, Nigeria, Noruega, Nueva Zelanda, Pakistán, Panamá, Papua Nueva Guinea, Países Bajos, Paraguay, Perú, Polonia, Portugal, Reino Unido, República Centroafricana, República del Congo, República Dominicana, Senegal, Sierra Leona, Singapur, Siria, Sri Lanka, Sudáfrica, Suecia, Suiza, Togo, Túnez, Turquía, Uganda, Uruguay, Venezuela, Zambia y Zimbabwe.

Apéndice 2.2. Ajuste de los modelos de regresión para los países centroamericanos

En el cuadro 2A.1 se comparan las tasas efectivas de crecimiento de América Central con los valores obtenidos de las predicciones de los modelos de regresión. En general, los modelos tienden a predecir un menor crecimiento en los países centroamericanos, con excepción de Honduras, donde los modelos predijeron siempre un mayor crecimiento, y El Salvador, donde todas las especificaciones predijeron relativamente bien que hubo crecimiento. Además, los valores que predijeron las especificaciones y que incluyen coeficientes de inversión (modelos 5, 6 y 8) sobrestiman de manera considerable las tasas de crecimiento de Honduras y Nicaragua, donde son alrededor de 1 punto porcentual más altas que la tasa efectiva de crecimiento promedio. Honduras y Nicaragua tienen niveles de inversión promedio (25% y 27% del PIB, respectivamente) que son superiores a la mediana de la muestra (21%).

Referencias

Acemoglu, Daron, Simon Johnson y James Robinson, 2001, “The Colonial Origins of Comparative Development: An Empirical Investigation”, *American Economic Review*, vol. 91, No. 5 (diciembre), págs. 1369–401.

Arora, Vivek, y Athanasios Vamvakidis, 2005, “How Much Do Trading Partners Matter for Economic Growth?”, *Staff Papers*, Fondo Monetario Internacional, vol. 52, No. 1.

Banco Mundial, 2005a, “DR-CAFTA: Challenges and Opportunities for Central America”, Departamento de Centroamérica y Oficina de la Región de América Latina y el Caribe. Disponible en Internet: <http://lnweb18.worldbank.org/LAC/LAC.nsf/ECADocByUnid/3D4B4F71AE8214FE8525702D00710E58?Opendocument>.

———, 2005b, *Doing Business in 2005: Removing Obstacles to Growth* (Washington: Banco Mundial, Corporación Financiera Internacional y Oxford University Press).

Berg, Andy, Carlos Leite, Jonathan Ostry y Jeromin Zettelmeyer, 2006, “What Makes Growth Sustained?” (inédito; Washington: Fondo Monetario Internacional).

Bolaky, Bineswaree, y Caroline Freund, 2004, “Trade, Regulations and Growth”, World Bank Policy Research Working Paper No 3255 (Washington: Banco Mundial).

Cabrera Melgar, Oscar Ovidio, Julieta Fuentes y Hada Desiree de Morales, 2005, “Hechos estilizados en el crecimiento económico de El Salvador 1978–2004: Una propuesta de acciones de política económica en el corto y mediano plazo”, Departamento de Investigación Económica y Financiera, Banco Central de Reserva de El Salvador.

Cerra, Valerie, y Chaman Saxena, 2005, “Growth Dynamics: The Myth of Economic Recovery”, IMF Working Paper 05/147 (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Chang, Roberto, Linda Kaltani y Norman Loayza, 2005, “Openness Can Be Good for Growth: The Role of Policy Complementarities”, World Bank Policy Research Working Paper No. 3763 (Washington: Banco Mundial).

Djankov, Simeon, Caralee McLiesh y Rita Ramalho, 2005, “Regulation and Growth”, estudio publicado por Social Science Research Network; disponible en Internet: <http://ssrn.com/abstract=893321>.

Dollar, David, y Aart Kraay, 2002, *Institutions, Trade and Growth* (Washington: Banco Mundial).

Easterly, William, y Ross Levine, 2001, “It’s Not Factor Accumulation: Stylized Facts and Growth Models”, estudio publicado por Social Science Research Network; disponible en Internet: <http://ssrn.com/abstract=269108>.

- Easterly, William, Norman Loayza y Peter Montiel, 1997, “Has Latin America’s Post-Reform Growth Been Disappointing?”, *Journal of International Economics*, vol. 43 (noviembre), págs. 287–311.
- Faal, Ebrima, 2005, “GDP Growth, Potential Output, and Output Gaps in Mexico”, IMF Working Paper 05/93 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Fondo Monetario Internacional (FMI), 2003, *Perspectivas de la economía mundial*, Estudios económicos y financieros mundiales (Washington, abril).
- Kaufmann, Daniel, Aart Kraay y Massimo Mastruzzi, 2003, “Governance Matters III: Governance Indicators for 1996–2002” (Washington: Banco Mundial).
- Lederman, Daniel, y William Maloney, 2003, “Trade Structure and Growth”, World Bank Policy Research Working Paper No. 3025 (Washington: Banco Mundial).
- Loayza, Norman, Pablo Fajnzylber y César Calderón, 2005, *Economic Growth in Latin America and the Caribbean. Stylized Facts, Explanations, and Forecasts* (Washington: Banco Mundial).
- Sahay, Ratna, y Rishi Goyal, 2006, “Volatility and Growth in Latin America: An Episodic Approach” (inédito; Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Singh, Anoop, y Martín Cerisola, 2006, “Sustaining Latin America’s Resurgence: Some Perspectives from the Historical Experience”, estudio preparado para un seminario de las Reuniones Anuales del FMI y el Banco Mundial (septiembre).
- Solimano, Andrés, y Raimundo Soto, 2005, “Economic Growth in Latin America in the Late 20th Century: Evidence and Interpretation”, Macroeconomía del desarrollo, ECLAC Series No. 33 (Santiago, Chile: Comisión Económica para América Latina y el Caribe).
- Solow, Robert M., 1957, “Technical Change and the Aggregate Production Function”, *Review of Economics and Statistics*, vol. 39, págs. 312–20.
- Zettelmeyer, Jeromin, 2006, “Growth and Reforms in Latin America: A Survey of Facts and Arguments”, IMF Working Paper 06/210 (Washington: Fondo Monetario Internacional).

III Reforma de los sistemas de pensiones

Kevin Fletcher y Alfred Schipke¹

Los sistemas de pensiones públicos de todo el mundo están bajo una creciente presión financiera. En muchos países, a medida que envejece la población, aumenta el número de pensionados con relación al número de trabajadores; como consecuencia, el déficit de los sistemas de pensiones se está ampliando a medida que las prestaciones superan las aportaciones.

A pesar de que el contexto demográfico de América Central es más favorable que el de muchos países cuyas tasas de nacimiento son bajas o hasta decrecientes, su población envejecerá considerablemente en los próximos decenios. Como resultado de lo anterior, junto con prestaciones generosas (con relación a los aportes) y edades de jubilación bajas, muchos sistemas públicos de pensiones de América Central, dados sus parámetros actuales, no son sostenibles a largo plazo. De no abordarse esta situación, el déficit cada vez mayor de los sistemas de pensiones desplazará la actividad del sector privado y podría amenazar la estabilidad macroeconómica.

Tanto en América Central como en el resto del mundo, la reforma de los sistemas de pensiones públicos ha sido muy difícil desde el punto de vista político. Con frecuencia, dichas reformas enfrentan una oposición política considerable, lo que provoca demoras en las reformas, o sea, costos de ajuste mayores en el futuro, o crea una situación en la que las reformas no son suficientes para proveer al sistema de bases sólidas. Por lo tanto, la movilización de un amplio apoyo político a las reformas puede ser igual de importante que el diseño de las reformas.

No obstante, muchos países de América Central han implementado reformas significativas en los últimos años, que van desde el establecimiento de sistemas capitalizados de aportes definidos en El Salvador y la República Dominicana a la creación de sistemas de pilares múltiples en Costa Rica y Panamá.

Sin embargo, los sistemas de pensiones de la región enfrentan todavía desafíos considerables. Muchos de los sistemas de prestaciones definidas de la región enfrentan grandes obligaciones de largo plazo sin financiamiento previsto, mientras que los países que han pasado a sistemas capitalizados de aportaciones definidas encaran altos costos de transición y, potencialmente, grandes

obligaciones implícitas debido a garantías mínimas de pensión. Asimismo, la cobertura sigue siendo baja, ya que, en la mayoría de los países, menos del 25% de la fuerza laboral contribuye regularmente al principal sistema de pensiones.

El presente capítulo analiza los sistemas de pensiones de América Central. Examina los cambios recientes y analiza posibles opciones para reformas futuras. Para facilitar el análisis, primero se describe la estructura de los sistemas y se evalúa su sostenibilidad. Teniendo presente que la mayoría de los gobiernos está contemplando posibles reformas de sus regímenes de pensiones, el capítulo también presenta una descripción general de las iniciativas de reforma más recientes. Luego, el capítulo identifica varias opciones y posibles orientaciones de las reformas futuras, basándose en la experiencia internacional en materia de pensiones.

Estructuras básicas de los sistemas de pensiones públicos

América Central cuenta con una gama cada vez más amplia de sistemas públicos de pensiones para la tercera edad. La mayoría de los sistemas de la región entraron en vigencia entre 1940 y 1970; eran regímenes tradicionales de reparto y de prestaciones definidas. En Guatemala, Honduras y Nicaragua, los sistemas públicos de pensiones mantienen dicha estructura básica, mientras que recientemente El Salvador y la República Dominicana cerraron la entrada a su sistema tradicional de prestaciones definidas, reemplazándolo por sistemas de aportaciones definidas basadas en cuentas de inversión privada individuales. En el punto medio de este espectro se encuentran Costa Rica y Panamá, que agregaron recientemente a su sistema tradicional de prestaciones definidas, primer pilar de su régimen de pensiones, un segundo pilar de sistemas de aportaciones definidas. Las características principales de estos diferentes sistemas se resumen en el cuadro 3.1 y se describen más adelante.

Sistemas de prestaciones definidas

En América Central, los sistemas tradicionales de prestaciones definidas compiten a los organismos de

¹Los autores desean manifestar su agradecimiento a Cleary Haines por su excelente labor de investigación.

Cuadro 3.1. Características principales de los sistemas públicos de pensiones obligatorias de vejez

País	Tasa de aportación ¹ (porcentaje del salario de los empleados)			Requisitos de elegibilidad		Cálculo de las prestaciones						
	Empleado	Empleador	Total	Gobierno	Edad de jubilación estándar	Hombres	Mujeres	Número mínimo de años de aportación	Base de pensión	Tasas de reemplazo por años de aportación (porcentaje de la base de pensión)		
						15 años	25 años	35 años	Máx.			
Sistemas de prestaciones definidas												
Costa Rica: Primer nivel ²	5,5	4,75	10,25	0,25	62	60	38 (baja gradualmente a 25 hasta la edad de 65 años)	Salario real promedio de los últimos 20 años	60	65	75	...
Guatemala	1,83	3,67	5,5	25% del costo de las prestaciones	60	60	15	Salario promedio de los últimos 5 años	55	65	75	80
Honduras	1,0	2,0	3,0	0,5	65	60	15	Salario promedio de los últimos 3 o 5 años (el que sea mayor)	50	60	70	80
Nicaragua ³	4,0	6,0	10,0	0,0	60/55	60/55	14,4	Salario promedio de los últimos 3—5 años (según los años de servicio)	57/65	71/82	80/98	80/100
Panamá: Primer nivel ⁴	9,25	4,25	13,5	1,04	62	57	20	Salario promedio de los mejores 10 años	...	66,25	78,75	100
Sistemas de aportaciones definidas												
Costa Rica: Segundo nivel ⁵	1,0	1,75	2,75	0,0	61,9	59,9	Tiene que tener derecho a prestaciones de primer nivel	El monto en la cuenta individual en la fecha de jubilación se paga en anualidades o se retira periódicamente				
Costa Rica: Segundo nivel ⁵	1,0	1,75	2,75	0,0	61,9	59,9	25	El monto en la cuenta individual en la fecha de jubilación se paga en anualidades o se retira periódicamente				
El Salvador ⁶	6,25	6,75	13,0	0,0	60	55	20	El monto en la cuenta individual en la fecha de jubilación se paga en anualidades o se retira periódicamente				
Panamá: Segundo nivel ⁷	5,75	4,25	10,0	0,0	62	57	20	El monto en la cuenta individual en la fecha de jubilación se retira periódicamente				
República Dominicana ⁸	2,88	7,12	10,0	0,0	60	60	30	El monto en la cuenta individual en la fecha de jubilación se paga en anualidades o se retira periódicamente				

Fuentes: Autoridades nacionales; y Administración del Seguro Social de Estados Unidos, 2003, *Social Security Programs Around the World: The Americas*.

Nota: El cuadro refleja los actuales sistemas de pensiones obligatorias de vejez una vez que las reformas aprobadas se hayan adoptado integralmente.

¹Para tercera edad, y seguro de invalidez y sobrevivientes.

²Una vez que el sistema se haya adoptado integralmente en 2035. Las tasas de reemplazo serán menores para las personas con ingresos altos.

³La edad de jubilación es 55 años para los mineros, maestros y personas con discapacidades físicas o mentales. Los trabajadores cuyo ingreso promedio es inferior al doble del salario mínimo reciben tasas de reemplazo más altas (p. ej., un trabajador con 15 años de servicio y con un ingreso inferior al doble del salario mínimo recibe una tasa de reemplazo de 65%; los trabajadores que ganan más del doble del salario mínimo reciben una tasa de reemplazo de 57%).

⁴Una vez que las reformas se hayan adoptado integralmente en 2013. Se aplica solamente a los salarios mensuales de hasta US\$500. Los salarios superiores a este monto se gravan a una tasa de 3,5% para ayudar a sufragar el plan. Además de su aporte, el gobierno destina varios impuestos más para ayudar a financiar el sistema.

⁵La tasa de cotización excluye las comisiones administrativas y 1,5% para un plan obligatorio de indemnización por despido.

⁶Las aportaciones incluyen 1,3% del salario para el seguro de invalidez y sobrevivientes, y 1,4% del salario para comisiones administrativas. Se permite la jubilación a cualquier edad siempre que el asegurado haya aportado un mínimo de 30 años y su pensión equivalga a por lo menos 60% de su remuneración básica o 160% de la pensión mínima vigente.

⁷Solo se aplica a salarios mensuales superiores a US\$500. Respecto a los ingresos por encima de los US\$500, los trabajadores aportan una contribución adicional de 3,5% al plan de prestaciones definidas (la "contribución solidaria").

⁸Se refiere solamente al régimen de aporte (véase el apéndice 3.1, donde se describen los diferentes sistemas). Las tasas de aportación aumentarán a estos niveles para 2008. Los trabajadores pueden jubilarse a los 55 años de edad si han acumulado suficientes activos para comprar una anualidad equivalente al 150% de la pensión mínima. Incluye 1,6% para el seguro de invalidez y sobrevivientes y las comisiones administrativas.

seguridad social, que administran una gran gama de prestaciones. Normalmente, dichos sistemas se dividen en una rama de largo plazo que se ocupa de las pensiones de jubilación, para discapacitados y para familiares sobrevivientes, y una rama de corto plazo que se ocupa de las prestaciones por enfermedad, maternidad y accidentes de trabajo. Las pensiones de jubilación constituyen el enfoque principal del presente capítulo, ya que representan el gasto más grande en materia de seguridad social y la fuente principal de las obligaciones de largo plazo sin financiamiento previsto.

Las pensiones de vejez de los sistemas de prestaciones definidas de América Central equivalen a un porcentaje del ingreso del trabajador previo a la jubilación. En la fecha de jubilación, el salario promedio de dicho trabajador se calcula sobre la base de un período de años (entre 3 y 20 años, según el régimen de pensiones). La pensión misma se fija en función de un porcentaje de su salario; dicho porcentaje o *tasa de reemplazo (de sustitución de ingresos)* generalmente aumenta según el número de años durante los cuales aportó el trabajador, y oscila entre 50% y 100% (cuadro 3.1). En casi todos los países, las pensiones mínimas y máximas se fijan también en términos nominales. La pensión del trabajador se fija en la fecha de jubilación; después se realizan ajustes discrecionales ad hoc periódicos.

Los sistemas de prestaciones definidas son financiados principalmente por aportes de nómina desglosados en proporciones dadas entre el empleador y el empleado. Generalmente, estas aportaciones se dividen en porciones que se destinan específicamente a las dos ramas de la seguridad social, la de largo plazo (pensiones de jubilación, invalidez y para sobrevivientes) y la de corto plazo (maternidad, enfermedad y accidentes de trabajo). En los diferentes países, los aportes para fines de jubilación, invalidez y seguro de sobrevivientes oscilan del 3% al 13,5% del salario del empleado.

En algunos países, el gobierno central también subsidia directamente el sistema de seguridad social. Por ejemplo, en Guatemala, el gobierno paga 25% de las prestaciones, mientras que en Costa Rica, Honduras y Panamá, el gobierno subsidia el equivalente de 0,25%, 0,5% y 1,04%, respectivamente, del salario cubierto del empleado. Asimismo, los gobiernos de Costa Rica y Panamá realizan una serie de transferencias adicionales a su fondo de seguridad social que provienen, entre otros, de un impuesto específico sobre el consumo de licores (Panamá) y de las utilidades de algunas empresas estatales (Costa Rica).

En la mayoría de los sistemas de prestaciones definidas de la región, el vínculo entre las aportaciones y las prestaciones es débil; en casi todos, la pensión del trabajador se calcula como porcentaje de su salario promedio durante los tres a cinco años previos a la fecha de jubilación. (La excepción es Costa Rica, que calcula el salario promedio sobre un período de 20 años). De ahí que estos sistemas desincentiven a los trabajadores

a ganar y declarar ingresos altos durante la mayor parte de sus carreras, ya que una mayor contribución durante los años que no preceden inmediatamente a la fecha de su jubilación no repercutiría sobre su pensión y, por lo tanto, constituiría un impuesto puro. Por el contrario, los trabajadores se sienten muy incentivados a ganar y declarar montos sumamente altos en los años que preceden inmediatamente a la fecha de jubilación, a fin de incrementar su pensión. Cuando el cálculo del promedio se realiza sobre períodos de empleo cortos, el resultado tampoco es equitativo, ya que favorece a los trabajadores cuyo perfil de ganancias tiene una pendiente marcada durante toda su carrera (en general, personas de altos ingresos) en detrimento de aquellos cuyo perfil de ganancias es más plano (generalmente los trabajadores de menores ingresos).

En principio, los sistemas de prestaciones definidas funcionan sobre la base de un régimen de reparto. En otras palabras, las cotizaciones actuales se utilizan principalmente para costear las pensiones actuales, en vez de invertirse para financiar las pensiones futuras de los trabajadores actuales. Sin embargo, todos los sistemas son de capitalización parcial, dado que han acumulado por lo menos un mínimo de reservas.

Sistemas de aportaciones definidas

Por su parte, El Salvador y la República Dominicana están pasando del régimen tradicional de prestaciones definidas a un régimen capitalizado de aportaciones definidas. En 1998, El Salvador decidió cerrar las puertas de su régimen de prestaciones definidas a los nuevos trabajadores, con miras a la desaparición gradual de dicho sistema. A los trabajadores menores de 36 años de edad se los transfirió automáticamente al nuevo sistema de aportaciones definidas y cuentas individuales. La gran mayoría de los trabajadores de 36 a 55 años de edad (hombres) o 50 años (mujeres) decidieron voluntariamente pasar al nuevo sistema. La República Dominicana aplicó una reforma parecida en 2003, siendo la edad de 45 años el límite por encima del cual la transferencia al nuevo régimen era opcional en vez de obligatoria.

Costa Rica y Panamá también introdujeron sistemas de cuentas individuales obligatorias para complementar, en vez de reemplazar su régimen de prestaciones definidas. De ahí que estos dos países tengan verdaderos sistemas de pilares múltiples. En Costa Rica, el sistema se adoptó en 2000, mientras que el de Panamá se aprobó en diciembre de 2005 y se introducirá gradualmente durante un plazo de varios años.

Al igual que en los regímenes de prestaciones definidas, los sistemas de aportaciones definidas de Costa Rica, El Salvador y la República Dominicana son financiados por aportes de nómina aportados por el empleador y el empleado. Pero dichos aportes no se utilizan para pagar las prestaciones actuales, sino que se invierten en las cuentas individuales de los fondos de pensiones privados,

conocidos por el nombre de Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP). Cuando el trabajador se jubila, puede retirar sumas estipuladas de la cuenta, o utilizarla para comprar una pensión vitalicia privada (o una combinación de ambas opciones)². Los sistemas de El Salvador y de la República Dominicana garantizan una pensión mínima. En la República Dominicana, la pensión mínima equivale al salario mínimo y es financiada por 0,4% de la aportación de nómina. En El Salvador, la pensión mínima se determina todos los años en el presupuesto anual (en 2006 fue de US\$114 por mes, o 72% del salario mínimo) y es pagada por el gobierno central. El financiamiento de los gastos administrativos de las AFP proviene de parte de las aportaciones de nómina del trabajador. En los sistemas de El Salvador y la República Dominicana se utiliza parte del aporte para comprar un seguro privado de vida y de invalidez, dado que no existe un sistema de seguridad social de primer pilar que ofrezca dichos beneficios. En todos los países, las AFP son reglamentadas por la Superintendencia de Pensiones.

En Panamá, el sistema de aportaciones definidas se aplicará solo a los trabajadores cuyo salario mensual sea superior a US\$500. Dichos trabajadores estarán afiliados al sistema de prestaciones definidas del primer pilar sobre los primeros US\$500 de su salario mensual, junto con los trabajadores que ganan menos de US\$500 (aproximadamente el salario promedio). Para las ganancias por encima de esta suma, los trabajadores aportarán 3,5% al primer pilar (un “aporte solidario”); el resto de su cotización (10% de su salario) pasará a cuentas de inversión individuales que serán administradas por el organismo de seguridad social. Después de su jubilación, el trabajador podrá retirar gradualmente el monto que figura en su cuenta. A muy largo plazo, probablemente solo sobrevivirán las cuentas de inversión individuales, que se prevé serán sostenibles, ya que el límite de US\$500 por mes probablemente se contraerá en términos reales, si el gobierno persiste en su intención de mantener un límite fijo nominal de US\$500 (para mayores detalles sobre esta reforma reciente véase el apéndice 3.1).

Comparación de los parámetros principales

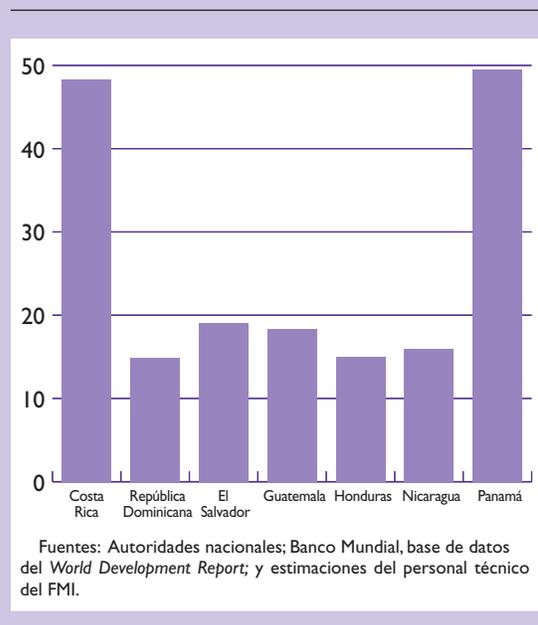
Cobertura

La mayoría de los sistemas de pensiones de América Central cubre a un grupo relativamente pequeño de trabajadores. Apenas 15% a 20% de la fuerza laboral aporta al

²Está por verse si el mercado de pensiones vitalicias tendrá la amplitud suficiente y si estará disponible cuando comience a jubilarse el gran número de trabajadores que aporta a los sistemas privatizados. Los mercados de pensiones vitalicias individuales han tenido problemas de desarrollo en algunos países, debido a problemas de selección adversa.

Gráfico 3.1. Cobertura de las pensiones: Proporción de aportantes en la fuerza laboral; 2003

(Porcentaje)



principal sistema de pensiones de El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua y la República Dominicana (véase el gráfico 3.1). Estas cifras bajas se deben principalmente al gran sector informal de estos países, así como al hecho de que, en algunos países, los empleados del sector público pertenecen a regímenes separados especiales. Las principales excepciones son Costa Rica y Panamá, cuyas tasas de cobertura son de aproximadamente 50% debido a que su mercado formal de trabajo es de cierta envergadura.

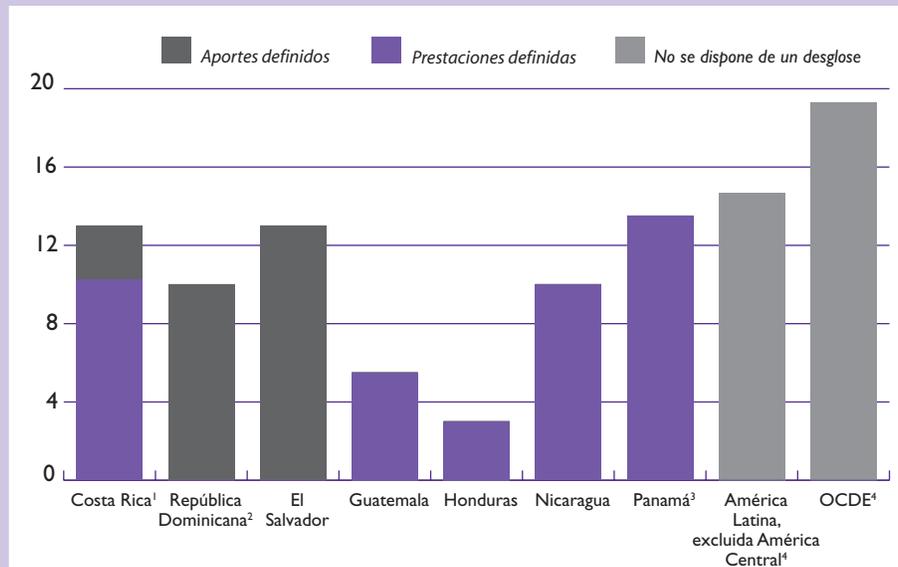
Debido a que la cobertura se aplica principalmente al sector formal (donde los ingresos son mayores que los de la población en general), los pensionados tienden a ser personas de ingresos relativamente altos. Como consecuencia, los subsidios del gobierno a los sistemas de pensiones (como los que se señalan en la subsección anterior) tienden a ser bastante regresivos. Por ejemplo, un estudio determinó que en Guatemala el 20% más rico de la población devenga el 80% de los subsidios netos a las pensiones (transferencias del gobierno al sistema de pensiones para salvar la brecha entre los aportes y las prestaciones), mientras que el 20% más pobre recibe menos del 2% de los subsidios netos a las pensiones (Lindert, Skoufias y Shapiro, 2006).

Tasas de aportación

Las tasas de aportación en América Central son bastante bajas en comparación con otros países, pero en

Gráfico 3.2. Tasas de aportación para las pensiones obligatorias de vejez, invalidez y sobrevivientes

(Porcentaje)



Fuente: Administración del Seguro Social de Estados Unidos, *Social Security Programs Throughout the World, 2003*.

Nota: OCDE = Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos.

¹Las tasas aumentarán gradualmente a este nivel para 2035.

²Las tasas aumentarán gradualmente a este nivel para 2008.

³Las tasas serán de este nivel cuando las recientes reformas se hayan adoptado por completo en 2013. En el caso de los salarios mensuales de más de US\$500, también existe un elemento de aportes definidos.

⁴Promedio simple.

algunos casos han empezado a aumentar. Las tasas de aportación de la región para las pensiones de jubilación, invalidez y seguro de sobrevivientes oscilan entre 3% del ingreso en Honduras y 13,5% en Panamá³, variación algo inferior al promedio de América Latina (excluida América Central) de 15%, y muy inferior al promedio de 19% de los países miembros de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) (gráfico 3.2). Sin embargo, la tendencia es hacia tasas más altas: Costa Rica, El Salvador y la República Dominicana aumentaron efectivamente su tasa total de aportación durante la introducción de los sistemas de aportaciones definidas. Nicaragua aumentó su tasa de aportación de 5,25% a 10% en 2000 y recientemente Panamá adoptó reformas que aumentarán su tasa de aportación de 9,5% en 2006 a 13,5% para 2013.

Asimismo, algunos sistemas de pensiones imponen un tope sobre los ingresos sujetos a cotización. La aplicación de este tope varía según el país. En Honduras es relativamente bajo, aproximadamente el doble del

ingreso promedio, mientras que en Nicaragua no es vinculante, casi 10 veces mayor que el ingreso promedio⁴. En Costa Rica no se aplica un tope. Dado que los topes se imponen sobre la pensión máxima, la falta de un tope sobre los ingresos representa, en efecto, un impuesto sobre las ganancias de los trabajadores de muy altos ingresos para subsidiar al resto del sistema.

Edades de jubilación

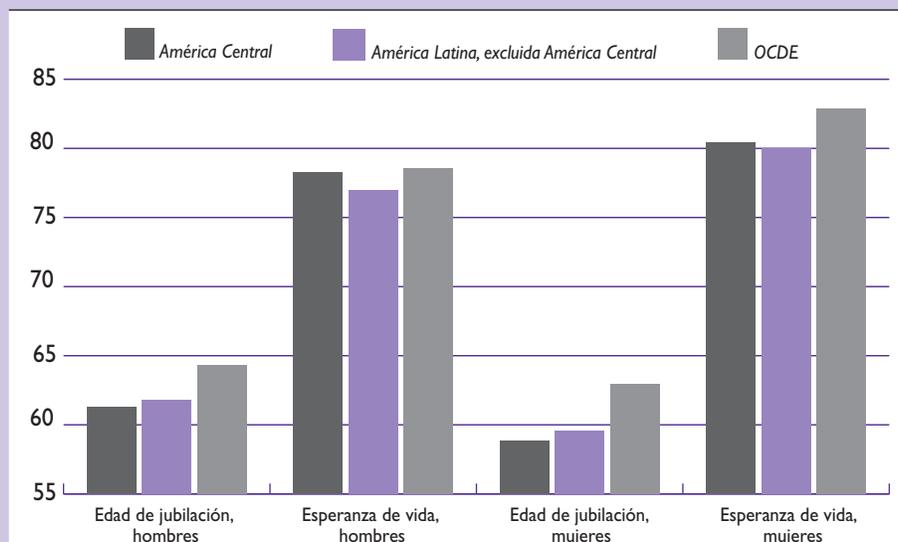
Así como las tasas de aportación, la edad de jubilación en América Central es más bien baja si se compara con las normas internacionales. Las edades de jubilación corrientes oscilan entre 55 y 65 años de edad, siendo 60 la más común (cuadro 3.1). En Costa Rica, El Salvador, Honduras y Panamá la edad de jubilación de las mujeres es más baja que la de los hombres, a pesar de que la esperanza de vida de las mujeres es mayor. La edad de jubilación promedio de la región es similar al promedio del resto de

³Para 2013, una vez finalizada la introducción de las reformas más recientes.

⁴Salvo que se señale lo contrario, en el presente capítulo el término "ingreso promedio" se refiere al promedio de los ingresos sobre los cuales se calcula el aporte a la seguridad social.

Gráfico 3.3. Edad de jubilación estándar y esperanza de vida a los 60 años de edad

(Años)



Fuentes: Administración del Seguro Social de Estados Unidos, *Social Security Programs Throughout the World, 2003*; Naciones Unidas, 1999, *Population Aging*; y documentos de los países.

Nota: Promedios simples para cada grupo. La esperanza de vida se expresa en función de la edad de 60 años más los años restantes de vida previstos, teniendo presente que la persona ha alcanzado los 60 años de edad. OCDE = Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos.

América Latina, pero es muy inferior al promedio de la OCDE (gráfico 3.3), a pesar de que en América Central la esperanza de vida promedio de 60 años de edad es básicamente la misma que en los países de la OCDE en el caso de los hombres, y es apenas un poco inferior para las mujeres. (Las diferencias más grandes en la esperanza de vida al nacer se deben principalmente a las diferencias en la mortalidad infantil)⁵. No obstante, debido a los requisitos relativos al período mínimo de aportación —15 a 39 años, según el país (cuadro 3.1)—, algunos trabajadores deben trabajar después de la edad de jubilación normal para tener derecho a su pensión, situación que se observa sobre todo en países donde la existencia de un sector informal grande significa que muchos trabajadores aportan solamente durante parte de su carrera.

⁵A pesar de que la esperanza de vida se utiliza con frecuencia como referencia, no está claro si constituye el factor más apropiado para determinar la edad de jubilación idónea. Si la justificación de un sistema obligatorio de pensión pública es atender a las personas de tercera edad que no puedan trabajar (y excluir el riesgo moral que surge de dichas prestaciones), posiblemente el factor métrico más apropiado para determinar la edad de jubilación sea la morbilidad (la medida en que la mala salud a cierta edad impide que el trabajador cumpla con sus obligaciones) en lugar de la esperanza de vida. Sin embargo, es más difícil disponer de datos de morbilidad comparativos de diferentes países.

Prestaciones

El nivel promedio de las pensiones de la región es comparable con el promedio internacional, a pesar de que las tasas de aportación y las edades de jubilación

Cuadro 3.2. Sistemas de prestaciones definidas: Pensiones de vejez medias y mínimas

(Porcentaje del ingreso promedio del conjunto de la economía)

	Pensión media	Pensión mínima
Costa Rica	48	19
Guatemala	44	22
Honduras	38	Ninguna
Nicaragua	59	32
Panamá	86	41
Promedio de la OCDE	57	...

Fuentes: Autoridades nacionales; Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (2005); y estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: Los datos son para 2003, a excepción de Honduras (2002). El ingreso promedio total del conjunto de la economía equivale a los ingresos anuales cubiertos divididos entre el número de aportantes activos.

son relativamente bajas. En los sistemas de prestaciones definidas, el promedio de las pensiones de tercera edad oscila entre 38% y 86% del ingreso promedio (cuadro 3.2), niveles básicamente similares al promedio de 57% de los países de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos.

Sin embargo, la pensión promedio varía considerablemente entre los países de la región. Las pensiones de Panamá se encuentran en el extremo superior, a 86% del ingreso promedio, coeficiente que podría deberse en parte a que la pensión mínima de Panamá es elevada (41% del ingreso promedio).

En los países también hay una gran variación entre las diferentes edades, dado que la pensión promedio, en general, disminuye con la edad. Por ejemplo, en Costa Rica en 2001, el trabajador típico de 65 años de edad disfrutaba de una pensión equivalente al 67% del salario promedio de la economía en general, mientras que la pensión del trabajador de 78 años de edad representaba apenas 34% del salario promedio del país. Esta diferencia entre grupos etarios se debe a que algunas combinaciones de pensiones aumentan más lentamente que los salarios en el período subsiguiente a la fecha de jubilación; de ahí que los jubilados más recientes, con más años de aportaciones, disfruten de una tasa de reemplazo (de sustitución de ingresos) más alta. Estos factores también explican por qué la pensión promedio en la mayoría de los países representa solo 40% a 50% del ingreso promedio, a pesar de que las tasas de reemplazo estatutarias son de 50% a 100% (cuadro 3.1). No obstante, con el paso del tiempo, el número mayor de años de cotización de los jubilados más recientes podría conducir a un aumento de las pensiones promedio. En todo caso, es solo como resultado del actual perfil demográfico favorable que la combinación de tasas de aportación reducidas, edades de jubilación bajas y prestaciones relativamente altas es factible en casi toda América Central, pero a largo plazo dicha combinación no es sostenible.

Cuadro 3.3. Sistemas de prestaciones definidas: Saldos y reservas; 2004

(Porcentaje del PIB)

	Saldo	Reservas
Costa Rica	1,2	7,5
Guatemala	0,2	2,6
Honduras	0,6	...
Nicaragua ¹	0,4	2,2
Panamá	-0,3	11,5

Fuentes: Autoridades nacionales y estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: De vejez, invalidez y seguro de sobrevivientes.

¹Resultado estimado para 2005. Las reservas son los activos totales que están en las cuentas de inversión de todo el sistema de seguridad social, multiplicados por la parte del rendimiento de dichos activos destinada a la vejez, invalidez y sobrevivientes.

Sostenibilidad

Sistemas de prestaciones definidas

En los últimos años, casi todos los sistemas de prestaciones definidas de la región han acumulado reservas y sus flujos de caja han disfrutado de módicos superávits (cuadro 3.3). Estos superávits se deben a que la población de la región es relativamente joven (cuadro 3.4) y, como consecuencia, la relación aportantes/pensionados es alta. La excepción es Panamá, que ya ha comenzado a sufrir un déficit en su flujo de caja porque sus prestaciones son más generosas.

En el futuro, el perfil demográfico de los sistemas de pensiones se deteriorará significativamente. En los próximos decenios, como resultado del envejecimiento de la población de América Central, la relación aportantes/pensionados disminuirá enormemente. En particular, si los aportantes y pensionados continúan siendo

Cuadro 3.4. Envejecimiento proyectado de la población

(Porcentaje)

Relación entre la población de 20–59 años de edad y la población de 60 años de edad o mayor						
	2003	2010	2020	2030	2040	2050
Costa Rica	6,6	5,9	4,3	3,1	2,5	2,0
Guatemala	8,1	8,1	7,6	6,3	4,8	3,6
Honduras	8,6	8,4	7,3	5,8	4,5	3,4
Nicaragua	9,9	9,7	7,7	5,6	3,9	2,7
Panamá	5,8	5,2	4,3	3,3	2,7	2,4
Promedio	7,8	7,5	6,2	4,8	3,7	2,8

Fuente: Base de datos internacionales de la Oficina del Censo de Estados Unidos: <http://www.census.gov/ipc/www/idbnew.html>.

fracciones estables de la población de 20 a 59 y de 60+ años de edad respectivamente, el número de aportantes que apuntala a cada pensionado se reducirá aproximadamente a un tercio en la mayoría de los países (cuadro 3.4). Más aún, la proporción de personas de tercera edad que son pensionados probablemente aumente a medida que los sistemas de pensiones maduren. Por ejemplo, en Guatemala, los pensionados de tercera edad constituyen actualmente solo 5% de la población de 65+ años de edad, mientras que los aportantes representan 18% de la población de edad laboral. A medida que envejecan los aportantes actuales, es probable que la proporción de pensionados de la población de tercera edad aumente a aproximadamente 18%. Aunque la proporción de la población en edad laboral que aporta probablemente aumente debido a la baja cobertura de la fuerza laboral, dadas las políticas actuales esto apenas compensará el incremento en la proporción de pensionados de la población en general.

El efecto de un empeoramiento de la razón aportantes/pensionados puede observarse mediante un análisis de la aritmética básica de los sistemas de reparto. En un sistema de reparto puro, los parámetros de pensión sostenibles deben cumplir con las siguientes condiciones: $r = cX$, siendo r = promedio de la tasa de reemplazo (la pensión promedio dividida por el salario promedio), c = la tasa de cotización, y X = la relación aportantes/pensionados⁶. A partir de esta expresión, puede observarse que si X se reduce en promedio de 7,8 a 2,8, tal como está proyectado, para mantener el equilibrio actual será preciso aumentar las tasas de aportación al triple o reducir las pensiones promedio a un tercio. A pesar de que los actuales excedentes y reservas de los sistemas de pensiones ofrecen cierta protección contra este tipo de shock demográfico, solo un cambio significativo de los parámetros de los sistemas mejorará la relación aportantes/pensionados —sea mediante mayores tasas de aportación, prestaciones reducidas o edades de jubilación mayores— sobre todo si se tiene presente que el envejecimiento de la población probablemente imponga una presión sobre la porción de las prestaciones que se destina a los sobrevivientes (principalmente viudos y viudas de tercera edad) y a los discapacitados.

Otra manera de enfocar la falta de sostenibilidad de los sistemas es mediante un análisis de sus tasas de rendimiento internas. La tasa de rendimiento interna es la tasa de descuento que iguala el actual valor descontado

de los aportes con el de las prestaciones previstas del trabajador. En otras palabras, la tasa de rendimiento interna es la que el trabajador recibe efectivamente en función de sus aportaciones. En un sistema de reparto puro y estable, la tasa de rendimiento interna real y sostenible es la tasa de crecimiento real de la masa salarial (posiblemente 4% a largo plazo, suponiendo un crecimiento de la fuerza laboral de 1,5% y un crecimiento real del salario por trabajador de 2,5%)^{7,8}. En un régimen capitalizado, la tasa de rendimiento interna sostenible es igual al rendimiento real sobre las inversiones (quizá de 3% a 6%, según el riesgo que el sistema esté dispuesto a soportar).

Dados los parámetros de los actuales sistemas de prestaciones definidas de América Central, sus tasas de rendimiento internas reales son insostenibles. Las tasas de rendimiento reales de los casos estilizados aparecen en el cuadro 3.5. Oscilan entre 5½% y 13½%; las cifras del sistema de Panamá, reformado recientemente, se encuentran en el extremo inferior y son atípicas. En general, estas tasas de rendimiento internas son bastante altas y aumentarán en el tiempo a medida que mejore la longevidad de los trabajadores. Es evidente que son insostenibles, lo que indica que, a largo plazo, las tasas de aportación actuales son insuficientes para financiar las tasas de reemplazo prometidas y las edades de jubilación previstas.

Sin embargo, para poder realizar una evaluación integral de la sostenibilidad de los sistemas de pensiones se requieren análisis actuariales adecuados. Dichos análisis proyectan flujos de caja futuros sobre la base de datos detallados acerca del actual perfil de los aportantes y pensionados, junto con premisas sobre el rumbo futuro de las variables económicas y demográficas. Lamentablemente, no todos los países disponen de estos análisis actuariales integrales. Más aún, los resultados de dichos análisis pueden ser sensibles a las cifras previstas de los factores de largo plazo, tales como las tasas de crecimiento, las tasas de interés y los incrementos de la longevidad, así como al horizonte de tiempo seleccionado, por lo que es difícil realizar análisis comparativos directos entre los diferentes países.

No obstante, los análisis actuariales disponibles confirman que muchos regímenes de prestaciones definidas de América Central son insostenibles. Por ejemplo, los análisis más recientes indican que el régimen de pensiones de Nicaragua para la tercera edad, invalidez

⁶Esta expresión se deriva así: volumen total de aportes = cCw (siendo C = número de aportantes, y w = salario promedio), y el volumen total de prestaciones = pB (siendo p = pensión promedio y B = número de pensionados). Si para cada período se fija el volumen total de prestaciones como equivalente al número total de aportaciones (como ocurre en los sistemas de reparto puros), esto conduce a $pB = cCw$. Reordenación de los rendimientos ($p/w = c(C/B)$). La definición de r (la tasa de reemplazo) = p/w , y X (relación aportantes/pensionados) = C/B , rinde $r = cX$. Cabe destacar que esta ecuación no contempla los costos administrativos.

⁷Aunque este resultado representa una aproximación bastante precisa de muchos sistemas de reparto, en realidad se aplica solo a los sistemas de reparto puros (los que no cuentan con un fondo de reserva) y constantes (la diferencia entre la edad promedio de los aportantes y de los pensionados es constante). Véase Settergren y Mikula (2006).

⁸A muy largo plazo, probablemente sea optimista suponer un crecimiento de la masa salarial de 4%, ya que en muchos países desarrollados el crecimiento de la fuerza laboral es de casi cero y el crecimiento real del salario por trabajador es de aproximadamente 2%.

Cuadro 3.5. Sistemas de prestaciones definidas: Tasa interna de retorno real de las aportaciones

(Porcentaje)

	Costa Rica	Guatemala	Honduras	Nicaragua	Panamá
Hombres	8,3	9,0	11,3	8,4	5,2
Mujeres	9,3	9,8	13,5	9,0	6,8

Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: Para las prestaciones de tercera edad, cuando las reformas hayan sido adoptadas integralmente. Cálculo basado en un individuo estilizado cuyas aportaciones se distribuyeron uniformemente durante los 30 años de su carrera antes de su jubilación a la edad estándar. Presupone que las partes de las aportaciones y de los gastos destinadas a las prestaciones de vejez son proporcionales, y que los pagos de las pensiones aumentarán con la inflación. Las tasas de mortalidad se basan en datos de Nicaragua. Los resultados no difieren significativamente si se utilizan las tasas de mortalidad de Costa Rica o un número diferente de años de aportación.

y sobrevivientes comenzará a registrar déficits de flujos de caja alrededor de 2017–18. El sistema de prestaciones definidas de Panamá ya está en déficit, aunque se prevé que las reformas recientes conduzcan gradualmente, pero a muy largo plazo, a la desaparición de dicho sistema (y por lo tanto del déficit). Se había proyectado que el régimen de Costa Rica registraría déficit para 2018, pero según los análisis actuariales del gobierno (Superintendencia de Pensiones, 2005), las reformas de 2005 prolongarán esta fecha a 2040⁹.

Sistemas de aportaciones definidas

En general, por su diseño, los regímenes capitalizados de aportaciones definidas son sostenibles, salvo en la medida en que las pensiones de menor cuantía desencadenen garantías del gobierno. Dos países tienen sistemas de aportaciones definidas como primer pilar: la República Dominicana y El Salvador. En teoría, estos sistemas deberían poder capitalizarse por cuenta propia: cada pensionado recibe las prestaciones de jubilación que sus ahorros acumulados le permiten comprar. Sin embargo, en ambos países, si este nivel de prestaciones es muy bajo, el gobierno se verá obligado a subsidiar las pensiones para que alcancen los niveles mínimos garantizados.

La magnitud de las futuras obligaciones del gobierno resultantes de las garantías de pensión mínima dependerá de las tasas de rendimiento que devenguen los aportantes de sus ahorros y sus años de aportación. En el cuadro 3.6 se presentan las tasas de reemplazo (la pensión como porcentaje del ingreso previo a la jubilación) que, en algunos casos estilizados, devengarían los jubilados de la República Dominicana y El Salvador según la tasa de rendimiento derivada de sus inversio-

nes y sus años de aportación. Las estimaciones indican que las tasas de rendimiento reales inferiores al 5% en la República Dominicana y al 4% en El Salvador probablemente conduzcan a tasas de reemplazo bajas (de 10% a 30%) que probablemente desencadenen costos fiscales significativos debido a las garantías de pensión mínima. Por lo tanto, el rendimiento de las inversiones constituirá un factor crucial que determinará la magnitud de las obligaciones de finanzas públicas generadas por estos sistemas de cotización definida de primer pilar.

Además, la República Dominicana y El Salvador enfrentan costos históricos significativos heredados de sus antiguos sistemas de prestaciones definidas. Cuando estos países transformaron sus regímenes de pensiones, casi todos los trabajadores pasaron al nuevo sistema de aportaciones definidas y dejaron de aportar al antiguo sistema, pero este todavía tenía la obligación de pagar las pensiones de los actuales jubilados y de los trabajadores de mayor edad que habían optado por continuar en el antiguo sistema. De hecho, en 2003, el gobierno de El Salvador promulgó un decreto que garantizaba que los trabajadores que tenían entre 36 y 50/55 años de edad en 1998 cuando se realizó la reforma y que habían decidido pasarse al nuevo sistema de aportaciones definidas recibirían una pensión que, como mínimo, sería igual a la que habrían recibido bajo el antiguo sistema (a pesar de que la tasa de aportación de estas personas al nuevo sistema es 1 punto porcentual menos que la de aquellos que optaron por permanecer en el antiguo sistema). Para cumplir esta garantía, la gran mayoría de los pensionados de este grupo deberá recibir una suma adicional significativa en la fecha de jubilación, dado que el rendimiento sobre sus cuentas individuales seguramente será inferior a las altas tasas de rendimiento interno implícitas que hubieran recibido bajo el antiguo sistema. Por lo tanto, esta garantía aumentará significativamente los costos históricos del antiguo sistema.

⁹Para mayor información sobre estas reformas recientes véase el apéndice 3.1.

Cuadro 3.6. Tasas de reemplazo bajo diferentes tasas de retorno en los sistemas de primer pilar de aportaciones definidas

(Porcentaje)

	Tasa de retorno real sobre las inversiones			
	3	4	5	7
República Dominicana (aportación de 8% a las cuentas)				
30 años de aportaciones	13	18	28	46
40 años de aportaciones	18	24	33	61
El Salvador (aportación de 10,3% a las cuentas)				
30 años de aportaciones	18	24	36	60
40 años de aportaciones	23	31	42	79

Fuente: Estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: Para un hombre que comenzó a trabajar a los 20 años y se jubila a los 60; las estimaciones presuponen que las aportaciones se distribuyeron uniformemente durante la carrera laboral del trabajador, que todavía se aplicarán las tasas de mortalidad actuales cuando se jubile, y que la diferencia entre el valor de la anualidad y el valor actuarial es de 15%.

Los antiguos sistemas incurrirán en déficits considerables durante el período de transición debido a estos costos históricos. Por ejemplo, el antiguo régimen de El Salvador requiere actualmente transferencias del gobierno central por un valor de casi 2% del PIB, cifra que se proyecta aumentará a 2,7% del PIB para 2018, antes de disminuir gradualmente a casi cero para 2040. En la República Dominicana, las transferencias del gobierno central al nuevo sistema representaron el 0,8% del PIB en 2005.

Costos administrativos

Los regímenes de prestaciones definidas de América Central varían ligeramente en lo que a sus costos administrativos se refiere. Estos oscilan entre 3% y 11% del volumen total de aportaciones (cuadro 3.7). En general, los costos administrativos son considerablemente mayores que en algunos países desarrollados. Por ejemplo, en Estados Unidos los costos administrativos representan solamente 0,5% de los aportes. Puede que estas diferencias reflejen economías de escala y otros factores específicos de cada país; sin embargo, puede que también signifique que hay margen para reducir los costos administrativos de los sistemas de pensiones de algunos países centroamericanos.

Los costos administrativos de los sistemas de aportes definidos administrados por el sector privado son ligeramente superiores a los de los sistemas de prestaciones definidas administrados por el sector público. En Costa Rica, aproximadamente la mitad de las AFP cobran el máximo permitido por concepto de comisiones administrativas —4% de los aportes y 8% de la rentabilidad—, a pesar de que para algunas AFP las comisiones

sobre los aportes son muy bajas, de hasta 2,5%. En la República Dominicana, las comisiones administrativas se fijan en 0,6% del salario del trabajador (0,5% para las AFP y 0,1% para el supervisor de la pensión), más un porcentaje de la diferencia entre el rendimiento real y el de referencia. En El Salvador, la comisión máxima permitida es de 1,4% del salario. Estas tarifas reducen los aportes efectivos (y, por lo tanto, los saldos en la fecha de jubilación) en aproximadamente 13%, 8% y 11% en Costa Rica, la República Dominicana y El Salvador, respectivamente¹⁰.

Políticas de inversión

Los datos disponibles indican que tanto los planes de prestaciones definidas como los de aportes definidos invierten la gran mayoría de sus activos en valores del gobierno nacional y en depósitos bancarios. Por ejemplo, para fines de 2003, 70% de los activos del plan de prestaciones definidas de Costa Rica se invirtieron en bonos del gobierno. Los planes de aportes definidos (AFP) tienen carteras similares; por ejemplo, en Costa Rica y El Salvador, los valores públicos y del Banco Central representan, respectivamente, 89% y 83% de las inversiones de sus regímenes de aportes definidos. En algunos casos, la composición de dichas carteras depende de los límites reglamentarios sobre otros tipos de inversiones. En la República Dominicana, las inver-

¹⁰El cálculo presupone un historial de aportes de 30 años, con un crecimiento anual del salario de 4% y un rendimiento nominal de 8%. La estimación para la República Dominicana presupone un cargo promedio sobre el rendimiento de 2%.

siones se colocan principalmente en los bancos, ya que las AFP tienen prohibido invertir directamente en títulos del gobierno. Pero a su vez, los bancos invierten una parte significativa de los depósitos de las AFP en valores públicos¹¹. La tasa real de rendimiento sobre las inversiones de las AFP ha oscilado entre 1% y 15% en los últimos años debido a la volatilidad macroeconómica (especialmente en la República Dominicana, debido a su reciente crisis bancaria).

Regímenes especiales

En muchos países de América Central existen sistemas de pensión especiales para los empleados públicos y los miembros de las fuerzas armadas. La estructura básica de estos sistemas es parecida a la de los sistemas normales de prestaciones definidas, pero en algunos casos las prestaciones son aún más generosas en comparación con los aportes (debido a edades de jubilación más bajas, tasas de reemplazo más altas, etc.). La importancia de estos sistemas especiales varía según el país. Por ejemplo, en Honduras, las obligaciones sin financiamiento previsto de estos regímenes especiales son mucho mayores que las de los sistemas corrientes. Por su parte, el régimen de pensiones de los empleados públicos de El Salvador está siendo eliminado gradualmente, como parte del proceso de transición hacia un nuevo sistema privado de aportes definidos. Los regímenes especiales no constituyen el enfoque principal del presente capítulo, debido en parte a la escasez de análisis actuariales detallados y a la falta de información pública. Sin embargo, los problemas fundamentales que enfrentan estos sistemas, sobre todo la insostenibilidad de las prestaciones, en muchos casos son similares —o hasta más severos— a los que encaran los sistemas normales de pensiones.

Asimismo, varios países cuentan con regímenes especiales en los que los grupos de bajos ingresos no aportan. Estas pensiones, que no requieren aportación y están condicionadas al nivel de ingresos, se ofrecen a los ancianos pobres y a otros grupos vulnerables en Costa Rica (financiadas por un impuesto sobre la nómina del empleador de 5% y por el ingreso derivado del IVA de 20%), en la República Dominicana (financiadas por el gobierno) y en Nicaragua (financiadas por el sistema normal de pensiones).

¹¹Si se permitiera a las AFP invertir directamente en valores públicos, posiblemente mejoraría su rentabilidad, ya que las imperfecciones del mercado de capitales y los costos de intermediación pueden impedir que los bancos transfieran la rentabilidad completa de sus valores públicos a sus depositantes.

Cuadro 3.7. Costos administrativos de los sistemas de prestaciones definidas

	Porcentaje de las aportaciones	Porcentaje de las prestaciones
Costa Rica	2,8	3,7
Estados Unidos	0,5	0,6
Guatemala ¹	4,7	5,6
Honduras ²	10,8	32,6
Nicaragua	5,3	5,9
Panamá ³	6,8	4,8

Fuentes: Autoridades nacionales y estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: Para la porción de los planes de seguridad social destinada a la vejez, invalidez y seguro de sobrevivientes en 2004, salvo que se indique lo contrario.

¹Para 2003.

²Para 2001.

³Para todo el sistema de seguridad social.

Evolución reciente de las reformas

Todos los gobiernos de América Central han reconocido que precisan reformar sus regímenes de pensiones. Las iniciativas de reforma varían mucho de un país a otro. Como se señaló más arriba, algunos países (El Salvador y la República Dominicana) están privatizando sus sistemas; en otras palabras, han pasado a un sistema capitalizado de aportes definidos con cuentas individuales de administración privada. Otros países (Costa Rica y Panamá) han adoptado recientemente sistemas de pilares múltiples. Estos países están contemplando o llevando a cabo reformas de segunda generación destinadas a abordar los problemas de pilares iniciales insostenibles (en los sistemas de pilares múltiples), o a enfrentar los altos costos de transición y las obligaciones contingentes que podrían ser de gran envergadura (en los sistemas privatizados).

Algunos países han comenzado a abordar el aspecto de la insostenibilidad mediante reformas paramétricas (por ejemplo, de las tasas de cotización y de las fórmulas utilizadas para calcular las prestaciones). Varios países (Costa Rica, Panamá y la República Dominicana) han comenzado a incrementar la edad de jubilación, aumentar las tasas de aportación, hacer más restrictivos los requisitos de elegibilidad, o cambiar la combinación de algunos parámetros. En el apéndice 3.1 se presenta una descripción general por país de las iniciativas de reforma más recientes. Estas precisan ser complementadas por reformas adicionales.

La experiencia adquirida en las iniciativas de reforma de América Central demuestra las dificultades que surgen cuando se intenta reformar el sistema de pensiones y generar o mantener suficiente apoyo público. Por ejemplo, los panoramas políticos fracturados o polarizados

de algunos países, así como las elecciones de Nicaragua (2006) y Guatemala (2007), han demorado las reformas. Por su parte, la experiencia de Panamá y El Salvador demuestra que la oposición pública puede desencadenar reformas más débiles. En Panamá, debido a la oposición pública, fue preciso retirar una reforma paramétrica importante cuyo objetivo era abordar el desequilibrio actuarial del sistema, a pesar de que había sido aprobada por la Asamblea a mediados de 2005. Para tomar en cuenta las inquietudes del público, el gobierno llevó a cabo un proceso consultivo de cinco meses con la sociedad civil, y en diciembre de 2005 se aprobó una reforma revisada pero un poco más débil. En El Salvador, las autoridades decidieron obtener el apoyo popular al sistema privatizado ofreciendo costosas garantías a aquellos que optaran por el nuevo régimen privatizado.

Reforma de los regímenes de pensiones y desarrollo de los mercados locales de capital

En la actualidad, casi todos los sistemas financieros de América Central son de naturaleza bancaria, y los mercados de capital todavía están subdesarrollados. De hecho, los mercados de acciones y de bonos de sociedades anónimas se limitan a un puñado de empresas (a excepción de Panamá). En cambio, en América Central los mercados de títulos de deuda pública representan la proporción principal de las operaciones de financiamiento basadas en el mercado, y en gran medida son en moneda extranjera. (Panamá y El Salvador adoptaron oficialmente el dólar de EE.UU. como moneda de curso legal). Cabe señalar que los mercados en moneda local tienden a ser de corto plazo.

Hay quienes sostienen que la privatización de parte del sistema de pensiones (como en Costa Rica, El Salvador y la República Dominicana) puede tener un efecto positivo porque promueve el desarrollo del mercado de capitales, especialmente por la creación de los fondos de pensiones y el incremento de los inversionistas institucionales¹². Sostienen, en particular, que la descentralización y el aumento del número de administradores de los activos de las pensiones fomentan el desarrollo de “capital institucional”, así como la competitividad en materia de precios de los activos financieros¹³.

Las reformas de los regímenes de pensiones que reducen las obligaciones fiscales también contribuyen al desarrollo de los mercados de capital en América Central, porque reducen las vulnerabilidades macroeconómicas

e incrementan los ahorros nacionales. La falta de mercados de capital desarrollados en la región se debe en parte a niveles relativamente altos y persistentes de déficit fiscal y de deuda. Por lo tanto, de no llevarse a cabo una reforma, los déficits crecientes de los sistemas de pensiones podrían socavar aún más el desarrollo de los mercados de capital. Por el contrario, las reformas de los sistemas de pensiones que reducen las obligaciones sin financiamiento previsto (por ejemplo, elevando la edad de jubilación y las tasas de aportación y reduciendo las tasas de reemplazo) promueven potencialmente los mercados de capitales porque reducen los déficits fiscales y las vulnerabilidades macroeconómicas afines. Asimismo, dichas reformas aumentan potencialmente los ahorros nacionales, lo que a su vez entraña externalidades positivas tales como la profundización de los mercados financieros, un aumento de la liquidez y vencimientos más largos. A su vez, el establecimiento de curvas de referencia relativas a la rentabilidad financiera sienta las bases para el desarrollo de los mercados de bonos empresariales.

Sin embargo, hasta la fecha, los pilares de pensiones administrados por el sector privado no han logrado promover realmente los mercados de capitales en América Central, ni tampoco en América Latina en general (Banco Mundial, 2006), quizá debido en parte a que las reformas no se han focalizado lo suficiente en la reducción de las obligaciones de pensiones sin financiamiento previsto. Asimismo, no ha habido suficientes reformas complementarias de las leyes y reglamentos relativos a los valores, y la reglamentación de los fondos de pensiones ha sido muy restrictiva (Roldós, 2004). Por otra parte, puede que la descentralización de la gestión de los activos de pensiones haya conducido a una reducción de las economías de escala administrativas.

Además, si se exige que los fondos de pensiones inviertan en mercados nacionales subdesarrollados, podrían producirse distorsiones y burbujas potenciales en los precios de los activos, y los sistemas de pensiones podrían terminar expuestos a riesgos de país específicos. De hecho, la experiencia de América Latina demuestra que la mayoría de los fondos de pensiones no son lo suficientemente diversificados y están muy expuestos al riesgo soberano (Banco Mundial, 2006). Sin embargo, debido a que las restricciones sobre la inversión extranjera se están liberalizando rápidamente, podrían producirse salidas de capital que socavarían la gestión macroeconómica. Por lo tanto, este proceso de liberalización debe administrarse gradualmente.

Opciones de reforma

La reforma de los regímenes de pensiones de América Central debe adaptarse a las circunstancias y preferencias específicas de cada país. Sin embargo, los enfoques utilizados comparten algunas características,

¹²Véanse, por ejemplo, Walker y Lefort (2002) y Holzmann (1997).

¹³En la República Dominicana, el desarrollo del mercado interno de capital se ha visto limitado por las restricciones de cartera impuestas sobre los fondos de pensiones.

dados los problemas comunes que encara la mayoría de los sistemas de pensiones de la región. A continuación figuran algunas sugerencias de reforma.

Reforma paramétrica de los sistemas de prestaciones definidas para asegurar su sostenibilidad

Como se señaló más arriba, muchos sistemas de prestaciones definidas de la región son insostenibles debido al envejecimiento de la población y a que las fórmulas utilizadas para calcular las prestaciones son muy generosas si se comparan con las aportaciones. Por lo tanto, se requiere cierta combinación de tasas de aportación más altas, edades de jubilación mayores y tasas de reemplazo más bajas para equilibrar a largo plazo los aportes y las prestaciones. Dichos ajustes deben constituir la primera prioridad de las reformas de los sistemas de pensiones.

Ahora bien, la manera de combinar las tasas de aportación, las edades de jubilación y las tasas de reemplazo varía según las circunstancias y preferencias específicas de cada país. Podrían aumentarse ligeramente las tasas de aportación en aquellos países donde son relativamente bajas (p. ej., Honduras y Guatemala), pero en otros países puede que no sea posible dadas las consecuencias adversas que ello podría tener sobre el desarrollo del sector formal¹⁴. Por el contrario, en muchos países hay margen para reducir las tasas de reemplazo (que son de hasta 100%) a niveles más moderados y aumentar las edades de jubilación para que reflejen el incremento de la longevidad. Y en algunos países podrían igualarse las edades de jubilación de los hombres y las mujeres.

Probablemente sea necesario asegurarse de que la introducción de las reformas paramétricas sea gradual, para que los trabajadores puedan ajustar sus planes de jubilación a las nuevas reglas y para que el público acepte dichas reformas a nivel político. Sin embargo, si se demoran las reformas, las obligaciones sin financiamiento previsto continuarán acumulándose, lo cual requerirá reformas más dramáticas y abruptas en el futuro. Las autoridades encargadas de las políticas deben, por lo tanto, adoptar medidas a corto plazo para que el proceso de ajuste sea gradual y funcione bien.

Las reformas paramétricas pueden adoptarse por propia cuenta o como parte del proceso de cambio por un sistema de aportaciones definidas. En general, en América Central el cambio a un sistema de aportaciones definidas conduce a recortes implícitos en las prestaciones,

porque la tasa de retorno de las inversiones es menor que la tasa interna de retorno de los sistemas vigentes de prestaciones definidas. De ahí que el cambio por un sistema de aportaciones definidas se complementa con la introducción de reformas paramétricas. Este enfoque podría ser de interés para las autoridades, ya que la transformación del sistema de pensiones podría hacer menos visibles los recortes implícitos de las prestaciones; por lo tanto, serían más aceptables a nivel político. Por ejemplo, muchos salvadoreños no parecieron darse cuenta de estos recortes implícitos de las prestaciones cuando decidieron pasar del sistema más generoso de prestaciones definidas a un régimen menos generoso de aportaciones definidas. Sin embargo, estas reformas paramétricas “ocultas” entrañan cierto riesgo; por ejemplo, en El Salvador, los que optaron por el nuevo régimen se dieron cuenta a la larga de que sus pensiones se reducirían. Presionaron entonces al gobierno para que emitiera el decreto de 2003, en virtud del cual los que se adhirieron al nuevo régimen recibirían, como mínimo, una pensión de la misma magnitud que la que habrían recibido bajo el antiguo sistema de prestaciones definidas. Esto incrementó los costos de transición y deshizo gran parte de la reforma inicial.

Cabe recalcar que la transformación en un sistema de aportaciones definidas reduce las obligaciones sin financiamiento previsto del sistema solo si se reducen las prestaciones previstas, aumentan los aportes o se realza la rentabilidad de los activos del sistema. Las reformas cuyo único objetivo es pasar de un sistema de prestaciones definidas a uno de aportaciones definidas sin alterar estos parámetros subyacentes no resuelven, en esencia, el problema de la sostenibilidad. De hecho, las privatizaciones que tratan de reemplazar el régimen de reparto, de prestaciones definidas, por un sistema capitalizado de aportaciones definidas sin abordar el desequilibrio subyacente entre los aportes y las prestaciones del antiguo sistema, pueden hasta empeorar las finanzas globales del sistema, ya que transforman obligaciones implícitas sin financiamiento previsto (que generalmente no tienen garantía jurídica y, por lo tanto, pueden modificarse) en obligaciones públicas explícitas (que sí incorporan una garantía jurídica y, por lo tanto, no pueden modificarse sin desencadenar un problema de incumplimiento), como ocurrió aparentemente con la reforma de pensiones de Argentina (Cuevas *et al*, 2006).

En el caso de los países que pasaron a un sistema de aportaciones definidas, una reforma paramétrica adicional del antiguo sistema de prestaciones definidas podría mitigar los costos de transición. Como se señaló anteriormente, El Salvador y la República Dominicana han pasado a un sistema de aportaciones definidas pero continúan encarando costos de transición considerables porque siguen pagando la pensión de aquellos que todavía forman parte del antiguo sistema. El problema con los antiguos sistemas es que continúan ofreciendo tasas de reemplazo relativamente altas y edades de jubilación

¹⁴Cuando la tasa de rendimiento de los aportes es la tasa de mercado, los aportes representan teóricamente un ahorro y no un impuesto puro. Sin embargo, en casi todos los casos, el vínculo entre los aportes y las prestaciones es débil y poco transparente, y las tasas de descuento son elevadas (o sea, miopía); por lo tanto, los aportes incorporan (o parecen incorporar) un fuerte elemento de tributación, con todas las distorsiones del mercado laboral que ello conlleva.

bajas; el ajuste gradual de estos parámetros hacia niveles más comparables con los internacionales reduciría considerablemente los costos de transición.

Refuerzo del vínculo entre las aportaciones y las prestaciones con miras a reducir las distorsiones del mercado laboral

En casi todos los sistemas de prestaciones definidas de la región, el vínculo entre las prestaciones y los aportes es débil. Como consecuencia, en muchos sistemas los aportes representan, en gran medida, un impuesto puro, con todas las distorsiones del mercado laboral que ello conlleva.

En los sistemas de prestaciones definidas, una manera de reforzar el vínculo entre los aportes y las prestaciones es aumentar el número de años sobre los cuales se calcula el salario promedio del trabajador. Como se señaló anteriormente, en la mayoría de los sistemas la pensión del trabajador se calcula como porcentaje de su sueldo promedio durante el período de tres a cinco años inmediatamente anterior a la fecha de jubilación. Para reducir las distorsiones y desigualdades consiguientes, los sistemas de la región podrían adoptar la práctica internacional común de basar las pensiones sobre las ganancias promedio durante un plazo de 25 a 40 años; los años faltantes equivalen a cero, y el salario de los últimos años se expresa normalmente en dólares corrientes utilizando un índice del salario promedio de la economía total. Costa Rica adoptó recientemente una reforma de esta naturaleza, ampliando gradualmente de 4 a 20 años el período sobre el que se calcula el salario promedio.

Otra manera de fortalecer el vínculo entre las contribuciones y las prestaciones es con un sistema de aportaciones definidas, pero ello puede entrañar mayores riesgos para los participantes por concepto del mercado financiero¹⁵. Tal como se señaló antes, el vínculo entre los aportes y las prestaciones en los sistemas de prestaciones definidas es con frecuencia débil, debido a que la fórmula para calcular las prestaciones fue mal diseñada (por ejemplo, el período sobre el cual se calcula el salario promedio es corto, como se señaló anteriormente) o porque no es muy comprensible debido a su complejidad. En cambio, los sistemas de aportaciones definidas establecen un vínculo claro entre los aportes y las prestaciones: cada dólar que se aporta y que se agrega a la cuenta del individuo es visible. Sin embargo, la volatilidad del rendimiento sobre la inversión en los sistemas de aportaciones definidas crea a su vez una volatilidad significativa en las tasas de reemplazo que se aplican al individuo o a la generación. Por este

motivo, los países pueden preferir que el primer pilar sea un sistema de prestaciones definidas (el sistema de pensión pública universal), pero al mismo tiempo mejorar la solidez y transparencia del vínculo entre los aportes y las prestaciones.

Un sistema que trata de crear un vínculo fuerte y transparente entre los aportes y las prestaciones, al mismo tiempo que protege a los pensionados contra las volatilidades del mercado financiero, es el sistema de cuentas nacionales de aportación definida (SICNO). Los SICNO se parecen a los sistemas de aportaciones definidas en el sentido de que acreditan las contribuciones a cuentas individuales que devengan una tasa de retorno. Cuando el trabajador se jubila, el monto de la cuenta se paga a través de una combinación de anualidades, retiros programados o distribuciones de sumas fijas. Por lo tanto, desde el punto de vista técnico, los SICNO son sistemas de aportación definida en los que existe un claro vínculo entre los aportes y las prestaciones. No obstante, los SICNO se parecen a los sistemas de prestaciones definidas y difieren de casi todos los sistemas de aportaciones definidas porque el rendimiento que devengan las cuentas individuales no es determinado por inversiones en los mercados financieros, sino que el gobierno fija y garantiza dicho rendimiento, reduciendo así la volatilidad de las tasas de reemplazo. Normalmente, en estos sistemas, la tasa de retorno está en función de la capacidad del gobierno de sufragar las prestaciones. Por ejemplo, puede que el rendimiento se fije en un monto igual a la tasa de crecimiento de la economía o de la masa salarial cubierta por el sistema. Generalmente, los SICNO no son sistemas capitalizados, ya que las prestaciones actuales provienen de las cotizaciones actuales, pero los SICNO también pueden acumular reservas con miras a su capitalización.

Los SICNO pueden introducirse gradualmente a través de una serie de mecanismos. Uno de los más sencillos es calcular las pensiones como un promedio ponderado entre las prestaciones a ser pagadas en virtud de la ley actual y las prestaciones que recibiría el trabajador si siempre hubiera formado parte del SICNO; las ponderaciones varían según el grupo de edad. Por ejemplo, para introducir gradualmente un SICNO sobre un plazo de 10 años, los que cumplan 65 años de edad el año que viene recibirían una pensión igual a 10% de la pensión SICNO y 90% de la pensión a la que tienen derecho bajo la ley actual. Los que cumplan 65 años de edad el año después recibirían una pensión igual al 20% de la pensión SICNO y 80% de la pensión a la que tienen derecho bajo la ley actual, y así sucesivamente hasta haber introducido integralmente el sistema de pensiones SICNO. Este tipo de mecanismo de transición se está utilizando en Suecia¹⁶.

¹⁵En un sistema de prestaciones definidas, los participantes también enfrentan ciertos riesgos, entre otros el riesgo político, así como el riesgo de que shocks económicos permanentes conduzcan eventualmente a un ajuste forzoso de las prestaciones (Shoven y Slavov, 2006).

¹⁶También se están introduciendo SICNO integrales en Italia, Letonia y Polonia. Para mayor información sobre los SICNO, véase Holzmann y Palmer (2006).

Fortalecimiento de la protección social

La indexación de las pensiones en pago a los precios al consumidor (previa reducción de las tasas de reemplazo a niveles sostenibles) reforzaría la función que tienen las pensiones de proteger los ingresos. En la actualidad, casi todos los sistemas de prestaciones definidas de la región realizan un ajuste anual ad hoc de las pensiones en pago; ello entraña una serie de desventajas:

- Por la naturaleza discrecional de los aumentos ad hoc, los sistemas son vulnerables a las presiones políticas.
- La naturaleza errática de los ajustes ad hoc intensifica la incertidumbre de los pensionados con respecto al rumbo futuro de sus pensiones en términos reales; esto reduce el valor del sistema como seguro.
- Los ajustes ad hoc crean desigualdades: los pensionados con un historial similar de cotización podrían recibir tasas de retorno diferentes sobre sus aportaciones debido a divergencias en los ajustes ad hoc durante sus años de jubilación.

Estos problemas podrían evitarse con una indexación automática de las pensiones a los precios al consumidor (como en la mayoría de los países de la OCDE), de manera de fijar las pensiones en términos reales y eliminar la discrecionalidad de los ajustes al alza¹⁷. En los países donde las pensiones en pago podrían aumentar en términos reales, dicha indexación reduciría el costo de las pensiones. Sin embargo, la indexación aumentará los costos en los países que utilizan un sistema de no indexación para reducir el valor real de las pensiones de nivel excesivamente alto e insostenible. Puede que en esos casos sea necesario reducir primero las tasas de reemplazo a niveles sostenibles antes de indexar las pensiones en pago a los precios al consumidor. Con miras a salvaguardar la flexibilidad fiscal del gobierno en épocas de presiones financieras, convendría incluir también “válvulas de seguridad”, por ejemplo, fijar un límite (p. ej., 5%) sobre los aumentos que pudieran producirse automáticamente en un año dado; los ajustes por inflación superiores a este monto estarían sujetos a la aprobación del gobierno, sobre la base de una evaluación financiera del sistema.

Los objetivos de protección social de los sistemas de pensiones podrían reforzarse mediante una reducción de los elementos de redistribución, y dichos réditos podrían utilizarse para financiar transferencias bien focalizadas a los pobres que no forman parte del sistema. La mayoría

de los sistemas públicos de pensiones comprenden un elemento redistributivo, sea a través de pensiones mínimas u ofreciendo tasas internas de retorno relativamente más altas a los pensionados que han cotizado durante pocos años. Sin embargo, puede que los beneficiarios de las pensiones mínimas no sean necesariamente pobres, debido a ingresos no relacionados con la pensión, y hay pensionados que han cotizado por pocos años pero cuyas pensiones son altas debido a que su nivel de ingresos ha sido alto y porque el período sobre el cual se calculó su salario promedio era corto. Más aún, la gran mayoría de los pobres probablemente no forma parte del sistema de pensiones, ya que apenas participan en el sector del empleo formal. Como consecuencia, los mecanismos de redistribución de los sistemas de pensiones pueden conducir a una filtración considerable de recursos hacia grupos que no son pobres; asimismo, el subsidio de las pensiones a partir del ingreso general del gobierno probablemente esté mal focalizado y hasta podría ser regresivo. De ahí que los gobiernos podrían luchar de manera más eficaz contra la pobreza (de las personas de tercera edad y de otros tipos) disminuyendo algunos de los elementos redistributivos de los actuales sistemas de pensiones, mitigando los subsidios generales a las pensiones y utilizando estos réditos para financiar transferencias más focalizadas a los pobres que no aportan al sistema de pensiones. Costa Rica, Nicaragua y la República Dominicana ya han iniciado reformas de esta naturaleza mediante la creación de sistemas de pensiones de no aportación cuyos pagos son en función del nivel de ingresos del pensionado.

La ampliación de la cobertura también ofrecería una mayor protección contra la pobreza a las personas de tercera edad y mejoraría los flujos de caja de corto plazo. Como se señala en el presente capítulo, casi todos los sistemas de pensiones de América Central cubren menos del 20% de la fuerza laboral. Para garantizar que los sistemas de pensiones ofrezcan una protección suficiente contra la pobreza a las personas de tercera edad, es indispensable ampliar la cobertura haciendo cumplir el pago de las cotizaciones obligatorias. La ampliación de la base de aportación también mejorará los flujos de caja de corto plazo. Pero los desequilibrios a largo plazo aumentarán a medida que se amplíe la cobertura, dado que un número mayor de personas entrará a los sistemas que prometan tasas internas de retorno altas, aunque sean insostenibles. Por lo tanto, es fundamental realizar reformas paramétricas a fin de sentar bases sostenibles para los sistemas de prestaciones definidas antes de que la ampliación de la cobertura intensifique el desequilibrio a largo plazo entre los aportes y las prestaciones.

Cómo reducir los pasivos contingentes de los sistemas de aportaciones definidas

Como se señala en el presente capítulo, los sistemas de aportaciones definidas de la República Dominicana

¹⁷En algunos sistemas, la pensión se indexa al salario y no a los precios al consumidor, por lo cual la pensión inicial en la fecha de jubilación tiene que ser más baja (suponiendo un crecimiento real positivo del salario). Sin embargo, en general, se considera que es preferible recurrir a la indexación a los precios al consumidor, ya que no es evidente que los pensionados quieran un perfil de consumo real creciente en el momento de jubilarse. De hecho, aun si los pensionados quisieran dicho perfil, podrían tenerlo bajo un régimen de indexación a los precios mediante el ahorro de parte de su pensión inicial.

y El Salvador garantizan niveles mínimos de pensión y, por lo tanto, sus gobiernos podrían incurrir en obligaciones significativas con relación al financiamiento de estas pensiones mínimas, sobre todo si la tasa de retorno real de las cuentas privadas no es muy alta. Estos pasivos contingentes podrían reducirse a través de medidas como, por ejemplo, el aumento a 65 años de edad de la jubilación a partir de la cual el trabajador puede recibir una pensión mínima, o mediante aumentos leves de las tasas de aportación.

Cómo mejorar el rendimiento de las inversiones

Puede mejorarse el rendimiento de las inversiones mediante una diversificación internacional gradual. Casi todos los planes de pensiones de América Central (tanto los de prestaciones definidas como los de aportaciones definidas) invierten la mayoría de sus activos internamente, principalmente en valores públicos y en depósitos bancarios. Como consecuencia, estos planes están muy expuestos a riesgos específicos de América Central. Dichos riesgos podrían reducirse incrementando la inversión en carteras diversificadas de activos internacionales, administradas profesionalmente y bien reguladas. Sin embargo, la diversificación en activos internacionales debe realizarse gradualmente, a fin de reducir a un mínimo cualquier trastorno macroeconómico que pudiera resultar de una variación de la magnitud de los flujos de capital.

Asimismo, los gobiernos deberían tratar de no orientar los planes de pensiones (sean de aportes definidos o de prestaciones definidas) directamente a préstamos para proyectos de carácter social o político. Si bien dichos proyectos pueden ser muy meritorios, deben financiarse a partir del presupuesto y no de los fondos de pensiones, a fin de garantizar que sus costos sean transparentes y que compitan con otras prioridades a ser financiadas con fondos públicos. Asimismo, los gobiernos deberían tratar de impedir que los planes públicos de prestaciones definidas inviertan sus reservas en activos internos distintos a valores públicos o depósitos bancarios, ya que las inversiones en acciones o bienes raíces nacionales pueden adquirir un matiz político. Además, las instituciones públicas de pensiones generalmente no están en condiciones de administrar y dirigir activamente empresas comerciales ni de bienes raíces.

Control de los costos administrativos

Conviene realzar la eficiencia de los sistemas públicos de prestaciones definidas y los sistemas privados de aportación definida mediante el control y la reducción de los costos administrativos, sobre todo cuando estos costos son especialmente altos (p. ej., en Honduras). En el caso de los sistemas públicos de prestaciones

definidas esto podría entrañar la reconfiguración de las instituciones de pensiones con miras a racionalizar los costos de empleo y utilizar en mayor medida la tecnología de información. En el caso de los sistemas privados de aportación definida, los gobiernos podrían estudiar la posibilidad de reducir el nivel prescrito de las comisiones de las AFP y analizar si los reglamentos promueven de manera adecuada la competencia en función de los costos administrativos. Podría quizá facilitarse la reducción de las comisiones de las AFP limitando (como se hizo recientemente en El Salvador) la frecuencia con la que los trabajadores pueden cambiar de AFP y reduciendo los costos de comercialización.

Mayor integración entre los regímenes especiales y los sistemas corrientes

Algunos países podrían mejorar considerablemente su eficiencia y equidad mediante una mayor integración de los regímenes especiales (p. ej., el de los empleados públicos) con el sistema de pensiones corriente. Por ejemplo, en Honduras persiste una gama de sistemas especiales para diferentes tipos de empleados públicos. En estos casos, la integración de los sistemas especiales con el régimen de pensiones corriente ofrecería una mayor uniformidad de tratamiento, facilitaría la movilidad entre diferentes sectores (que en la actualidad está impedida porque cuando el trabajador pasa de un plan a otro sus prestaciones podrían estar sujetas a una reducción), y disminuiría los costos administrativos por las economías de escala.

Eliminación del trato tributario excesivamente generoso de las pensiones

El costo fiscal de los sistemas de pensiones podría reducirse mediante la eliminación del trato tributario excesivamente generoso del que son objeto algunas pensiones. La práctica internacional recomendada normalmente es gravar los ingresos colocados en los planes de pensión una vez (y solo una vez); esto se logra garantizando que los aportes al sistema de pensiones no sean deducibles, o gravando los montos que se retiran de las cuentas de pensiones¹⁸. Sin embargo, en algunos países de América Central (p. ej., El Salvador), las aportaciones al sistema de pensiones son deducibles de los impuestos cuando se aportan, y los intereses y los dividendos, así como los montos que se retiran, están exentos de impuestos. Como consecuencia, el ingreso original del trabajador no está sujeto en ningún momento al impuesto sobre la renta, lo que constituye un trato preferencial a las pensiones con relación a otros

¹⁸Estos son equivalentes en valor presente si los flujos de caja se descuentan en función de la tasa de retorno de las aportaciones, y si la tasa del impuesto sobre la renta es la misma cuando se cotiza que cuando se realizan los retiros de las cuentas.

tipos de ingresos. La eliminación de este tratamiento preferencial (mediante la tributación de los montos retirados de las cuentas de pensiones en los países donde las aportaciones son deducibles de impuestos) reduciría la preferencia impositiva que se da al sistema de pensiones y aumentaría la recaudación fiscal. También probablemente sea progresivo en la medida en que los afiliados a los planes de pensiones tienden a ser personas con un nivel de ingresos relativamente alto y los sistemas de impuesto sobre la renta tienden a ser progresivos.

Cómo mejorar la transparencia

Una manera de realzar la transparencia es mejorando la publicación de los estados financieros y los análisis actuariales de los sistemas de pensiones. No se ha publicado casi ningún análisis actuarial en la región, y podría reforzarse el análisis de los existentes. La publicación de datos más detallados sobre las finanzas y los desequilibrios actuariales de los sistemas de pensiones realzaría el conocimiento público acerca de las dificultades de los sistemas, lo que a su vez conduciría a un mayor apoyo a las reformas y a un debate público más fundado sobre las posibles soluciones¹⁹.

Asimismo, la recolección y publicación de información sobre la incidencia distributiva de los subsidios públicos en los sistemas de pensiones podría conducir a reformas, ya que en la actualidad hay indicaciones que señalan que los afiliados de los sistemas públicos de pensiones en América Latina tienden a ser personas con un nivel de ingresos relativamente alto, lo que implica que los subsidios del gobierno general a estos sistemas son regresivos (Lindert, Skoufias y Shapiro, 2006). Dichos subsidios agotan los recursos públicos que podrían dedicarse a gastos que favorecen más a los pobres, en ámbitos tales como la educación primaria y la atención de salud.

Conclusiones

A pesar de que se han implementado reformas en algunos países y en otros se ha intentado llevarlas a cabo, se requieren más reformas. Los sistemas de pensiones de América Central siguen siendo insostenibles o enfrentan altos costos de transición y, potencialmente, grandes obligaciones contingentes.

Todos los sistemas de prestaciones definidas se encuentran en una situación de desequilibrio a largo plazo, a pesar de que disfrutan de superávits moderados de flujos de caja (a excepción de Panamá) y han acumulado reservas. En el futuro, los gastos aumentarán más rápidamente que los ingresos, a medida que la relación

entre las personas de edad laboral y las de tercera edad se reduzca de un promedio de aproximadamente ocho, en la actualidad, a menos de tres en 2050. Los cálculos de la tasa interna de retorno corroboran que los sistemas no son sostenibles, dado que la mayoría tiene tasas de retorno reales de aproximadamente 10%, nivel considerablemente mayor que la tasa de crecimiento real de la masa salarial y que la tasa de crecimiento de las economías de la región en los últimos decenios.

Las reformas de las pensiones en América Central deben adaptarse a las circunstancias específicas de cada país; no existe un modelo que pueda aplicarse a todos. Sin embargo, algunas recomendaciones importantes sí son pertinentes para muchos países. En primer lugar, todas las reformas deben concentrarse en la sostenibilidad. Dependiendo de las circunstancias del país, esto posiblemente requiera un aumento en las tasas de aportación o de la edad de jubilación, una reducción de las prestaciones o alguna combinación de ambos tipos de reforma. Asimismo, las reformas de los sistemas de prestaciones definidas deben tratar de fortalecer el vínculo entre las aportaciones y las prestaciones mediante una extensión de los períodos sobre los cuales se calcula el salario promedio, y a través de una mayor utilización de los sistemas de cuentas nocionales de aportación definida o de los sistemas corrientes de aportaciones definidas. No obstante, estos últimos podrían exponer a los afiliados a mayores riesgos en lo que se refiere a los mercados financieros. La privatización de los sistemas de pensiones y el cambio por sistemas de aportaciones definidas sin abordar las deficiencias subyacentes de los sistemas también podría tener un efecto adverso, porque convertiría las obligaciones del gobierno sin financiamiento previsto (que en general no cuentan con una garantía jurídica y, por lo tanto, pueden modificarse) en obligaciones explícitas.

Aun los países que han pasado a un sistema de aportaciones definidas tienen que implementar reformas paramétricas adicionales en sus antiguos sistemas de prestaciones definidas, a fin de reducir los costos de transición. En dichos países, existe un margen considerable para dichas reformas, sobre todo teniendo presente que los antiguos sistemas ofrecen tasas de reemplazo relativamente altas y edades de jubilación relativamente bajas.

La experiencia reciente también demuestra que es difícil movilizar apoyo público a la reforma del sistema de pensiones. En algunos países esto ha conducido al abandono de las reformas, mientras que en otros ha producido un debilitamiento considerable de los componentes paramétricos de las reformas. Por lo tanto, para aumentar la probabilidad de éxito, las autoridades deberían:

- *Ofrecer a las partes interesadas opciones múltiples.* Este enfoque se utilizó con éxito en países tales como Barbados, donde las autoridades celebraron consultas amplias con las partes interesadas

¹⁹Los gobiernos también podrían realzar la transparencia fiscal mediante la adopción de las metodologías contables que figuran en el *Manual de estadísticas de finanzas públicas* (FMI, 2001).

antes de adoptar una reforma paramétrica extensa. En las consultas se hizo hincapié en que alguna combinación de reformas paramétricas era inevitable, pero que la distribución de los ajustes entre las tasas de aportación, la edad de jubilación y las prestaciones podía ponderarse de diferentes maneras. Este tipo de consulta amplia también facilitó recientemente la reforma paramétrica en Costa Rica y Panamá.

- *Publicar análisis actuariales y otra información que hagan hincapié en la magnitud del problema, el costo que representa la falta de acción, y las ventajas y desventajas relativas de las diferentes opciones.*
- *Analizar y publicar los efectos distributivos del actual sistema y de las reformas propuestas.* Puede que estos estudios incentiven la reforma, porque probablemente demuestren que los que se benefician de los planes de pensión subvencionados son, principalmente, las personas de ingresos más altos. De igual modo, puede que a los gobiernos les convenga expresar los costos de oportunidad de los subsidios a las pensiones en cifras concretas, por ejemplo, la pérdida de un número x de medicamentos o de libros de texto de primaria. La redistribución del ingreso de las generaciones futuras a las generaciones actuales, implícita en casi todos los sistemas de reparto, también podría cuantificarse y subrayarse, a fin de promover reformas que reduzcan la generosidad de las prestaciones que se pagan a los pensionados actuales.

Así como en otros países del mundo, la verdadera opción en América Central no es entre realizar reformas o no realizarlas, sino entre reformas graduales y moderadas que se llevarían a cabo ahora, o reformas drásticas y repentinas a ser llevadas a cabo en el futuro. Mientras más tarde se adopten las medidas de reforma, más rigurosas tendrán que ser para abordar los desequilibrios que continuarán acumulándose bajo los sistemas actuales. Más aún, puede que aumente la oposición política a la reforma de los sistemas de pensiones a medida que los pensionados representen una proporción cada vez mayor de electores. Por lo tanto, dicha reforma a muy corto plazo debería convertirse en una prioridad clave para las autoridades responsables de la política económica.

Apéndice 3.I. Descripción por país de las reformas más recientes

Costa Rica

En 1990, Costa Rica empezó un proceso de reforma del viejo sistema de pensiones para las personas de tercera edad, con miras a realzar su sustentabilidad financiera. La edad de jubilación del sistema de pensiones

de prestaciones definidas de la Caja Costarricense de Seguro Social (CCSS) pasó de 57 a 61 años y 11 meses de edad para los hombres, y de 55 a 59 años y 11 meses de edad para las mujeres. En 1992 se promulgó una ley general de pensiones que unificó y consolidó 19 regímenes de pensiones diferentes bajo un sistema único de prestaciones definidas, con cargo al presupuesto nacional, y se incentivó a los afiliados a transferirse al régimen de la CCSS²⁰. Por último, la Ley de Protección al Trabajador de 2000 transformó el sistema nacional de pensiones en un sistema de cuatro pilares, agregando un pilar de aportes definidos obligatorios basado en cuentas individuales, así como un pilar de aportes definidos voluntarios al actual primer pilar de prestaciones definidas y al pilar de alivio de la pobreza y redistribución de ingresos. Asimismo, la reforma de 2000 transfirió al primer pilar 15% de las utilidades de algunas empresas públicas, con una negociación anual sobre los montos.

En abril de 2005, tras un proceso de consultas amplio y extenso, se introdujeron cambios al pilar de prestaciones definidas que han mejorado su sustentabilidad financiera. En virtud de la reforma, se aumentarán en 0,5 puntos porcentuales cada cinco años, entre 2010 y 2035, las aportaciones de los trabajadores, lo que agregará 3 puntos porcentuales a la actual tasa de contribución de 2,5%. Las tasas de reemplazo se sometieron a una escala progresiva que, en efecto, aumentó la tasa de las categorías tributarias de más bajos ingresos y disminuyó la de las categorías de más altos ingresos; como consecuencia, las tasas promedio de reemplazo se redujeron en aproximadamente 1,5 puntos porcentuales²¹. Asimismo, en la actualidad las prestaciones se basan en el ingreso real promedio durante los últimos 20 años de aportación, mientras que antes de la reforma se basaba en el ingreso nominal promedio de los últimos cuatro años de aportación. Todo esto disminuye la posibilidad de que surjan distorsiones y abusos, y reduce las desigualdades. Los cambios se introducirán gradualmente. En el caso de las personas que tengan 55 años de edad o más en la fecha de la reforma, se aplicará el antiguo régimen; para los individuos entre 44 y 55 años de edad, la incidencia de los cambios varía inversamente según la edad; y para las personas menores de 44 años de edad, la reforma se aplica por entero. Por último, ha aumentado de 240 a 300 el número mínimo de aportes mensuales de los que se jubilan a los 65 años de edad.

²⁰Sin embargo, el Sindicato de Trabajadores de la Educación Costarricense, el Ministerio de Hacienda y el Poder Judicial mantuvieron regímenes separados. Para mayor información y un resumen de dichas reformas, véase Acuña Ulate (2006).

²¹Por ejemplo, con 360 aportes mensuales, la tasa de reemplazo de las personas que ganan menos del doble del salario mínimo aumentó de 60,9% (previo a la reforma) a 62,5%, mientras que la tasa de reemplazo de las personas que ganan más de ocho veces el salario mínimo se redujo de 60,9% a 53% (Acuña Ulate, 2006).

Se prevé que, de manera global, la reforma prolongará la sostenibilidad financiera del régimen en tres decenios²².

Sin embargo, la reforma fue insuficiente, y persisten desafíos importantes. En particular, aunque la cobertura del sistema es relativamente grande en comparación con el resto de la región, sigue siendo poco satisfactoria; la evasión (falta de seguro o la declaración de un nivel menor de ingresos que el real) y los atrasos en los pagos constituyen problemas generalizados; asimismo, podría mejorar la eficiencia administrativa en materia de recaudación, rendimiento de las inversiones y asignación de las prestaciones. Los regímenes especiales de pensiones incluidos en el presupuesto del gobierno comprenden privilegios relacionados con el primer pilar de seguridad social y no están sujetos a los mismos parámetros que los que se introdujeron en la reforma de 2005. Y a pesar de que la reforma ofreció un mayor margen de maniobra al régimen de prestaciones definidas de la CCSS, se requerirán revisiones paramétricas adicionales para extender la vida del sistema más allá de 2054. Por último, deberán repensarse el diseño y la estructura de los pilares de aportes obligatorios y voluntarios, sobre todo por sus altos costos administrativos.

El nuevo gobierno del Presidente Oscar Arias se ha comprometido a profundizar la reforma del sistema de pensiones, en particular del pilar no contributivo, y a mejorar su cobertura y prestaciones.

El Salvador

El sistema de reparto y de prestaciones definidas de El Salvador se reemplazó en 1998 por uno de cuentas individuales privadas. La participación en el nuevo sistema era obligatoria para los trabajadores menores de 36 años de edad y para aquellos que estaban entrando por primera vez a la fuerza laboral, mientras que las mujeres de 50 años de edad o más y los hombres de 55 años de edad o más debían permanecer en el antiguo sistema. Los trabajadores entre 36 y 50/55 años de edad tenían la opción de permanecer en el antiguo sistema o pasar al nuevo sistema. Aproximadamente 85% de los afiliados optó por ingresar al nuevo sistema, ya que esta era la opción de primera instancia. Para cada trabajador que se trasladaba de un sistema al otro se emitieron bonos de reconocimiento, calculados en el momento de hacerse el traspaso. Dichos bonos vencen en la fecha en que el afiliado se jubila.

El traspaso al nuevo sistema creó costos de transición considerables, ya que la mayoría de los aportantes se desplazó a fondos de pensión privados. Sin embargo, la pensión de los trabajadores de mayor edad que perma-

necieron en el antiguo sistema continuó sufragándose con financiamiento público.

Los costos de transición aumentaron significativamente como resultado de un decreto promulgado en 2003 que ofrecía una garantía del gobierno a las personas que optaran por el nuevo sistema. Según el decreto, los que se pasaran al nuevo sistema tendrían garantizada una pensión (en virtud del nuevo régimen) que, como mínimo, sería igual a la pensión que habrían recibido bajo el antiguo sistema. Como consecuencia de esta garantía, el gobierno deberá complementar la pensión de jubilación de la gran mayoría de las personas de este grupo, ya que el rendimiento de sus cuentas individuales probablemente sea bastante inferior a las muy altas tasas internas de retorno que habrían recibido bajo el antiguo sistema. El decreto aumentó significativamente los costos de transición; se proyecta que estos asciendan a una proporción de 2% a 3% del PIB por año durante los próximos decenios.

El gobierno salvadoreño está explorando opciones para reducir los costos de transición, incluida una reforma paramétrica del antiguo sistema mediante la cual se reducirían dichos costos y, al mismo tiempo, se mantendría el régimen de aportaciones definidas con cuentas de pensión individuales.

En el segundo semestre de 2006, las obligaciones del antiguo sistema de reparto se transfirieron a un nuevo fondo fiduciario. Debido a la estructura jurídica del fondo, este cambio redujo la magnitud del déficit medido del sector público no financiero. Sin embargo, el cambio (básicamente de naturaleza contable) no afectó significativamente la carga fiscal.

Guatemala

Las autoridades de Guatemala están diseñando un programa de reformas para que su régimen de pensiones público sea más sostenible, pero todavía no se ha anunciado un plan de reforma específico. Las autoridades tienen la intención de abordar los temas planteados en el último informe del Programa de Evaluación del Sector Financiero (FSAP, por sus siglas en inglés) que indica que, a corto plazo, Guatemala debería:

- Llevar a cabo análisis actuariales de los regímenes de pensiones del sector privado y de los empleados públicos, y desarrollar capacidad actuarial tanto a nivel del gobierno central como del Instituto Guatemalteco de Seguridad Social.
- Complementar el trabajo sobre modelos actuariales con estudios integrales acerca de las diferentes opciones de reforma, con miras a abordar las actuales deficiencias.
- Establecer principios aplicables a las auditorías externas y a las valoraciones actuariales de los fondos de pensiones complementarios, y utilizar la persuasión moral para alentar a los patrocinantes de los planes a cumplir con dichos principios.

²²Antes de la reforma se había previsto que las reservas del régimen se agotarían para 2024–28; ahora se calcula que durarán hasta 2054 (Acuña Ulate, 2006).

- Examinar el marco fiscal de las diferentes modalidades de jubilación que ofrecen las instituciones financieras.

Asimismo, a mediano plazo, el FSAP sugiere que Guatemala:

- Prepare un programa de reforma para los regímenes de pensiones públicos, del sector privado y de los empleados públicos.
- Refuerce el marco global de gobernabilidad y rendición de cuentas de los regímenes de pensiones públicos.
- Establezca un marco adecuado de regulación y supervisión para los fondos de pensiones complementarios.

No obstante, debido a la campaña para las próximas elecciones presidenciales, prevista para septiembre de 2007, posiblemente disminuyan las perspectivas de una reforma del sistema de seguridad social durante el actual mandato del gobierno.

Honduras

En 2005, el Gobierno de Honduras diseñó un plan de reforma del sistema de pensiones cuyas características principales incluyen: reformas paramétricas del actual primer pilar de prestaciones definidas; el traspaso gradual de los empleados públicos al primer pilar universal y la desaparición gradual de sus actuales regímenes especiales; y la introducción de un segundo pilar de aportaciones definidas. La reforma incluye varios elementos positivos cuyo objetivo es corregir algunos de los problemas del actual sistema. Sin embargo, no parece darle bases completamente sostenibles al sistema de pensiones.

Puede que el nuevo gobierno, electo en noviembre de 2005, desee formular su propio plan de reforma; de ahí que el futuro del plan de reforma del gobierno anterior sea incierto.

Nicaragua

El régimen de pensiones de Nicaragua es de reparto y de prestaciones definidas. Este sistema se estableció originalmente en 1955; la actual ley se promulgó en 1982, y muchos de los parámetros del actual sistema se establecieron por decreto. Aunque el sistema ofrece prestaciones muy generosas con relación a las contribuciones, siempre ha permanecido en equilibrio porque la población del país es joven y creciente y porque el valor real de las pensiones se ha visto erosionado por la inflación. De hecho, no se proyecta que el flujo de caja del sistema se deteriore significativamente durante el próximo decenio. Sin embargo, a medida que se estabilice la situación macroeconómica y envejezca la población, el sistema requerirá una reforma estructural fundamental para continuar siendo viable desde el punto de vista financiero.

Las autoridades del antiguo gobierno tenían la intención de elaborar una estrategia de reforma que sentara bases financieras sólidas para el sistema de pensiones público, sin depender de subsidios del gobierno. Una reforma anterior, de abril de 2000, tenía como objetivo el traslado hacia un sistema capitalizado de pensiones, pero dicho plan se descartó cuando como resultado de una nueva evaluación se observó que los costos de transición serían excesivamente altos. La Asamblea Nacional aprobó una nueva Ley de Seguridad Social en mayo de 2005, que aumentó las prestaciones sin incrementar las contribuciones, debilitando así la estructura administrativa del sistema. El Presidente vetó la ley, pero la Asamblea lo venció en la votación. Sin embargo, la implementación de la ley se postergó hasta después de las elecciones de noviembre de 2006, y el nuevo gobierno decidirá los próximos pasos a seguir.

Panamá

A principios de 2000 se hizo evidente la necesidad de realizar una reforma integral del sistema de pensiones de Panamá. Durante los años noventa, una serie de evaluaciones del sistema de pensiones de Panamá demostró que existía un desequilibrio fundamental entre los aportes y las prestaciones. Para principios de 2000 empezaron a disminuir las reservas financieras, que cubrían solo una fracción de los derechos de pensión vigentes, y se proyectó que dichas reservas se agotarían para 2013.

Probó ser difícil forjar un consenso político sobre la reforma. Un diálogo nacional convocado por la Presidenta Mireya Moscoso en 2001 no condujo a un acuerdo sobre los cambios requeridos, ya que los empleadores querían que las tasas de cotización aumentaran y que la elegibilidad fuera más estricta, mientras que los trabajadores defendían las prestaciones que estaban recibiendo en ese momento. En 2004, el nuevo gobierno del Presidente Martín Torrijos formuló una reforma paramétrica destinada a enfrentar el desequilibrio actuarial del sistema; la Asamblea aprobó la reforma en junio de 2005. Sin embargo, respondiendo a una fuerte oposición popular, no se logró aprobar el proyecto de ley, y el Presidente Torrijos emprendió un nuevo diálogo nacional con la sociedad civil.

Tras un proceso de consulta de cinco meses, la Asamblea aprobó un sistema revisado de reforma en diciembre de 2005, que estableció un sistema doble de pensiones en el que las cuentas de pensiones individuales coexistirían con un régimen reformado de prestaciones definidas (tras un período de transición, el sistema doble entrará en vigencia en 2008). El sistema reformado se parecerá al sistema parcialmente capitalizado que existía antes de la reforma, pero con cambios paramétricos graduales. A partir del 1 de enero de 2008, los nuevos afiliados cuyo salario mensual sea de US\$500 o menos aportarán solamente al sistema de prestaciones definidas, mien-

tras que los trabajadores que ganen más de US\$500 contribuirán al sistema de prestaciones definidas sobre la parte de su sueldo hasta US\$500, y a cuentas individuales obligatorias administradas por la Caja del Seguro Social sobre la parte que exceda los US\$500, junto con una contribución “de solidaridad” de 3,5% de la porción de su sueldo que exceda los US\$500.

El nuevo sistema se introducirá gradualmente. En virtud de los acuerdos de transición, los trabajadores nuevos y aquellos que tengan 35 años de edad o menos el 1 de enero de 2006 tendrán la opción de pasar al sistema doble para enero de 2008. Los trabajadores mayores de 35 años de edad continuarán aportando al sistema de prestaciones definidas sobre la base de todo su sueldo y no tendrán la opción de aportar a las cuentas individuales. Se calcula que aproximadamente 70% de los afiliados actuales y potenciales ganan menos de US\$500 por mes y, por lo tanto, solo podrán participar en el sistema de prestaciones definidas.

El financiamiento complementario que se requiere para el sistema de prestaciones definidas provendrá de las siguientes fuentes principales:

- Las tasas de aporte (combinación de los aportes de los trabajadores y los empleadores) aumentarán de 9,5% a 11% del salario en 2008, 12,5% en 2011 y 13,5% en 2013.
- Se estima que la contribución solidaria (3,5%) que se impone sobre los salarios superiores a US\$500 compensará parcialmente la pérdida de las contribuciones que se han aportado a las cuentas de ahorro individuales.
- El gobierno central proveerá transferencias considerables al régimen de prestaciones definidas. A largo plazo, a medida que el límite de US\$500 por mes se contraiga en términos reales, solo subsistirá el componente de aportes definidos, que se prevé será sostenible.

También se harán más restrictivos los requisitos de elegibilidad. El período mínimo de contribución que se requerirá para recibir una pensión completa aumentará de 180 meses a fines de 2007 a 216 meses en 2008 y a 240 meses en 2011. En el caso de los trabajadores que estén a dos años o menos de la edad de jubilación y que hayan aportado durante por lo menos 180 meses, se establecerán disposiciones para mitigar el impacto de los cambios en los requisitos de elegibilidad para las prestaciones. Dichos trabajadores tendrán el derecho a una pensión reducida; sin embargo, no se modificará la edad de jubilación a no ser que los análisis actuariales anuales obligatorios concluyan que es preciso aumentarla para proteger la sostenibilidad del sistema de prestaciones definidas.

Se prevé que la reforma reduzca el desequilibrio actuarial del sistema mediante un aumento marcado de las tasas de aportación, con requisitos de elegibilidad más estrictos e introduciendo salvaguardias que exijan una revisión de los parámetros principales en

caso de que las evaluaciones actuariales periódicas indiquen que están volviendo a surgir desequilibrios. En ese sentido, puede que sea necesario elevar la edad de jubilación en el futuro. En general, la reforma es un paso importante en la dirección correcta, ya que limita la carga fiscal contingente que tenía el antiguo sistema de pensiones y hace más estrecho el vínculo entre los aportes y las prestaciones.

República Dominicana

La República Dominicana inició una reforma ambiciosa de su régimen de pensiones (vejez, discapacidad y sobrevivencia) en agosto de 2001. Se prevé que la reforma se introduzca gradualmente durante 10 años, y comprende la transformación del régimen de reparto y prestaciones definidas a cuentas personales de administración privada. Para integrar los diferentes grupos en un marco jurídico e institucional único, se han contemplado tres regímenes:

- Un régimen contributivo para los empleados del sector público y privado. La afiliación es obligatoria, salvo para los trabajadores mayores de 45 años de edad, que tienen derecho a recibir prestaciones en virtud del antiguo sistema.
- Un régimen subsidiado para garantizar que los pobres de tercera edad reciban una pensión mínima financiada a partir de los ingresos generales.
- Un régimen contributivo-subsidiado para los trabajadores independientes con ingresos superiores al salario mínimo nacional; sus aportes se verían complementados por subsidios del gobierno que variarían en proporción inversa al ingreso del trabajador.

La reforma del sistema de pensiones se está implementando gradualmente, aunque han surgido demoras debido principalmente a la crisis económica de 2003–04. Las medidas principales de cada uno de los regímenes se detallan a continuación.

El régimen contributivo se creó formalmente en 2003; exige que los empleadores y los empleados aporten, de manera conjunta, 7% del salario del empleado (aumentará a 10% para 2008) a uno de los ocho fondos de pensiones, a ser seleccionado por el empleado. Para fines de 2005, los activos del fondo de pensiones representaban 2,5% del PIB. La Superintendencia de Pensiones está evaluando diferentes medidas para diversificar las oportunidades de inversión (entre otras, bienes raíces) y reducir los costos administrativos de las AFP.

El régimen subsidiado se adoptó en agosto de 2004, pero la asistencia social para las personas de tercera edad se ampliará gradualmente. La primera etapa contempla que para fines de 2005 pueda proveerse de una pensión mínima a 150.000 hogares pobres.

La viabilidad financiera de algunos elementos de la reforma está siendo reconsiderada a la luz de las

limitaciones fiscales derivadas de la crisis bancaria. Dada la necesidad de disminuir la deuda pública del actual nivel de 50% del PIB a niveles más sostenibles, el gobierno contempla reducir la generosidad de los pagos de pensiones y desacelerar la expansión de los componentes de asistencia social.

Referencias

- Acuña Ulate, J.A., 2006, “Reformas recientes al régimen de invalidez, vejez y muerte”, en *Los sistemas de pensiones: Presente y futuro*, G. López y C.E. Umaña, compiladores (San José, Costa Rica: Academia de Centroamérica).
- Banco Mundial, 2006, “Pension Reform and the Development of Pension Systems: An Evaluation of World Bank Assistance”, estudio del Departamento de Evaluación de Operaciones (Washington: Banco Mundial).
- Cuevas, A., M. González, D. Lombardo y A. López-Marmolejo, 2006, “Pension Privatization and Country Risk” (inédito; Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Fondo Monetario Internacional, 2001, *Manual de estadísticas de finanzas públicas 2001* (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Holzmann, R., 1997, “Pension Reform, Financial Market Development, and Economic Growth: Preliminary Evidence From Chile”, en *IMF Staff Papers*, vol. 44, No. 2, págs. 149–78 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- , y E. Palmer, compiladores, 2006, *Pension Reform: Issues and Prospects for Nonfinancial Defined-Contribution Schemes* (Washington: Banco Mundial).
- Lindert, K., E. Skoufias y J. Shapiro, 2006, “Redistributing Income to the Poor and the Rich: Public Transfers in Latin America and the Caribbean” (inédito; Washington: Banco Mundial).
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, 2005, *Pensions at a Glance* (París: OCDE).
- Roldós, J., 2004, “Pension Reform, Investment Restrictions and Capital Markets”, IMF Policy Discussion Paper No. 04/04 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Settergren, O., y B. Mikula, 2006, “The Rate of Return of Pay-As-You-Go Pensions Systems: A More Exact Consumption-Loan Model of Interest”, en *Pension Reform: Issues and Prospects for Nonfinancial Defined-Contribution Schemes*, R. Holzmann y E. Palmer, compiladores (Washington: Banco Mundial).
- Shoven, J., y S. Slavov, 2006, “Political Risk Versus Market Risk in Social Security”, NBER Working Paper No. 12135 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Superintendencia de Pensiones, 2005, “Informe al Comité de Vigilancia del Régimen de Invalidez, Vejez y Muerte” (San José, Costa Rica: Superintendencia de Pensiones).
- Walker, E., y F. Lefort, 2002, “Pension Reform and Capital Markets: Are There Any (Hard) Links?”, Social Protection Discussion Paper No. 0201 (Washington: Banco Mundial).

IV Evaluación de la estructura de la deuda soberana

André Faria y Guillermo Tolosa¹

Después de las crisis de Asia ocurridas a finales de los años noventa, tanto los investigadores como los responsables de las políticas económicas dirigieron más su atención hacia las hojas de balance de los distintos países con el objeto de identificar fuentes de vulnerabilidad. Esto ha llevado a que varios autores recomendaran un análisis “holístico” de las crisis financieras desde la óptica de los balances como complemento de otros instrumentos utilizados para vigilar estrechamente esta vulnerabilidad y la relación entre distintos sectores². Un solo sector de la economía que presente una condición financiera frágil podría llevar a la crisis a todo un país si los demás sectores están expuestos a ese sector. La valoración de la vulnerabilidad de los gobiernos de América Central es de interés particular pues son los principales deudores externos, lo cual tiene implicaciones para toda la economía³. En este capítulo se ofrece un análisis de la estructura de la deuda soberana de los distintos países de América Central, su evolución histórica y su vulnerabilidad⁴.

Análisis de la estructura de la deuda soberana desde la óptica de los balances⁵

El estudio de las crisis financieras depende del análisis que se haga de la condición financiera de los

diferentes sectores de una economía para identificar cuatro clases de riesgos que, por lo general, provocan una crisis, a saber: los descálces entre los tipos de moneda, los vencimientos y la estructura del capital y los riesgos de solvencia⁶. Los descálces de monedas ocurren cuando los activos y los pasivos están denominados en monedas diferentes. Por regla general, existe un riesgo cuando los activos están denominados en la moneda local y los pasivos en una moneda extranjera. Del mismo modo, los descálces de vencimientos ocurren cuando los activos y los pasivos tienen diferentes plazos: podría existir un factor de vulnerabilidad cuando un sector tiene activos a largo plazo y pasivos a corto plazo. Los descálces de la estructura del capital ocurren cuando el nivel de deuda es muy elevado en relación con el capital propio. Los riesgos de solvencia se presentan cuando el valor de los activos es inferior al de los pasivos. Todas estas vulnerabilidades tienden a estar relacionadas entre sí⁷.

A menudo el sector público desempeña un papel importante en la evolución de la vulnerabilidad de la condición financiera de un país. Aunque el sector privado fue la causa principal de las crisis financieras de Asia —cuyo mecanismo transmisor al resto de la

¹Agradecemos a Eduardo Borensztein, Marcos Chamon, Alfred Schipke y Jeromin Zettelmeyer sus útiles debates y perspicaces comentarios sobre los borradores de este capítulo. Agradecemos también a Luis Cubeddu, Mario Dehesa, Odd Hansen, Ivanna Vladkova Hollar, Koji Nakamura y Jordi Prat su ayuda en la recopilación y verificación de los datos.

²Krugman (1999) fue uno de los primeros economistas en destacar la importancia de las hojas de balance para poder entender la crisis asiática. Allen *et al.* (2002) y Rosenberg *et al.* (2005) ofrecen un análisis de las crisis financieras desde la óptica de los balances.

³Véanse los aspectos operativos relacionados con el manejo de la deuda pública en FMI y Banco Mundial (2001).

⁴Este capítulo toma como base los estudios del Fondo Monetario Internacional sobre la estructura de la deuda soberana y la vulnerabilidad de la condición financiera de varios países. Los únicos países centroamericanos a los que se hace referencia en este estudio son Costa Rica y Panamá (Borensztein *et al.*, 2004).

⁵El término “deuda soberana” se refiere a la categoría más amplia posible de deuda pública, la cual incluye al gobierno central y a las entidades subnacionales tales como los municipios y las empresas públicas del sector no financiero. La cobertura no es uniforme en

todos los países debido a la escasez de datos. Cowan *et al.* (2006) y BID (2006) han recopilado datos que son comparables en los distintos países; sin embargo, no disponen de datos sobre la composición de la deuda por tipo de moneda o plazo de vencimiento de varios países centroamericanos.

⁶En general, los sectores que se consideran son el gobierno, el sector financiero (bancos y otras instituciones financieras), el sector privado no financiero (empresas y particulares) y el resto del mundo económico. Esta lista está hecha conforme al método que proponen Allen *et al.* (2002). Sin embargo, dichos autores reconocen que existen otros riesgos o categorías alternativas. Empero, la clasificación que adoptan “tiene la ventaja de que destaca los descálces fundamentales que, desde el punto de vista del deudor, crean fuentes de vulnerabilidad” (pág. 15). Cuando se disponga de más datos, tal vez se justifique un análisis más completo de la condición financiera de todos los países centroamericanos.

⁷Rosenberg *et al.* (2005) ilustran esta propuesta analizando países que experimentaron crisis financieras (Argentina, Turquía y Uruguay) y otros que las evitaron (Brasil, Líbano y Perú). Quizá Lima *et al.* (2006), en su estudio sobre los descálces en las condiciones financieras y la vulnerabilidad macroeconómica en Colombia, lleven a cabo el análisis más completo que se haya realizado hasta la fecha sobre la situación financiera de un país, con especial énfasis en el sector privado.

economía fue el sector bancario⁸—, el sector público es un deudor externo importante en varios países de mercados emergentes y en desarrollo. Borensztein *et al.* (2004) hacen un análisis exhaustivo de la deuda soberana en el que muestran que aunque los saldos (como porcentaje del PIB) no difieren considerablemente entre las economías avanzadas y los países de mercados emergentes, la composición de la deuda pública es sorprendentemente distinta. Mientras que la deuda pública de las economías avanzadas, por lo general, es de carácter interno y está denominada en moneda local y con plazos de vencimiento mayores, la deuda pública de los países de mercados emergentes es de carácter internacional y está denominada en moneda extranjera y con plazos de vencimiento menores⁹.

Una determinada estructura de deuda es resultado, en el ámbito interno, de las restricciones políticas e institucionales y del comportamiento del gobierno. Por ejemplo, la composición por monedas de la deuda soberana puede reflejar la credibilidad de la política monetaria (Bohn, 1990; Jeanne, 2003), y el plazo de vencimiento puede ser un mecanismo que permita garantizar que los gobiernos adopten políticas adecuadas y que sean responsables ante los mercados de capitales (Jeanne 2004; Tirole, 2002 y 2003)¹⁰. En otras palabras, una determinada estructura de deuda es resultado de las políticas económicas y circunstancias institucionales pasadas y presentes, las cuales, a su vez, determinan el nivel y calidad del acceso al capital internacional¹¹.

⁸Aghion, Bacchetta y Banerjee (2000, 2001) y Krugman (1999) ofrecen modelos teóricos sobre la vulnerabilidad de la condición financiera del sector privado como causas de crisis monetarias. Burnside, Eichenbaum y Rebelo (2001), y Schneider y Tornell (2004), desarrollan modelos en los que la débil condición financiera del sector privado y de los bancos sujetos a garantías de rescate por parte del gobierno dan como resultado crisis monetarias y bancarias “gemelas”. Jeanne y Zettelmeyer (2002) hacen un estudio de estos modelos y examinan el papel de los préstamos en condiciones de crisis internacionales en otros modelos con descalces de monedas y de vencimientos que ocasionan pánicos bancarios (por ejemplo, Burnside, Eichenbaum y Rebelo, 2001) y en modelos con descalces de monedas (pero no de vencimientos) que dan como resultado una compresión en las líneas de crédito (Aghion, Bacchetta y Banerjee, 2000 y 2001; Krugman, 1999, y Schneider y Tornell, 2004).

⁹Esta tesis se presenta de manera más amplia en BID (2006) y Borensztein *et al.* (2004).

¹⁰Tras el estudio de los factores determinantes de la composición de la deuda del sector privado, otros autores han llegado a la conclusión de que algunos de los factores que afectan la composición de la deuda soberana (credibilidad de la política monetaria y riesgo de expropiación) también afectan la composición de la deuda del sector privado (Arellano y Heathcote, 2004; Chamon, 2003; Jeanne, 2003; Tirole, 2002).

¹¹Albuquerque (2003) y Tirole (2003) han elaborado los elementos teóricos que abarcan las restricciones financieras, institucionales y políticas que determinan el acceso de un país a los capitales internacionales y la composición de su hoja de balance. Faria y Mauro (2004) y Wei (2001) han demostrado que las buenas instituciones permiten que se favorezcan los pasivos de pago contingente y aumenten los saldos de la inversión extranjera directa y de los valores en cartera (como porcentaje del PIB) en la hoja de balance.

Por lo tanto, cabe la posibilidad de que se reduzca la vulnerabilidad de la estructura de la deuda mediante la adopción de políticas macroeconómicas firmes y un mejor manejo de la misma, sobre la base de un marco institucional reforzado¹².

Deuda soberana de los distintos países de América Central y su evolución histórica

Con el fin de evaluar posibles vulnerabilidades, en esta sección se hace un análisis de la estructura de la deuda soberana en los distintos países centroamericanos en los últimos años. Se toma en cuenta el nivel y la evolución de las razones deuda/PIB, la jurisdicción de la emisión, la composición de los acreedores, la moneda de denominación y la estructura de vencimientos.

Las economías centroamericanas son muy diversas. Existen países oficialmente dolarizados (El Salvador y Panamá), países de mercados emergentes no dolarizados (Costa Rica, Guatemala y la República Dominicana) y países que reúnen los requisitos para acogerse a la Iniciativa para la Reducción de la Deuda de los Países Pobres muy Endeudados (Honduras y Nicaragua). A la luz de lo anterior, en este capítulo se destacan las similitudes y diferencias que existen en la región.

Deuda total

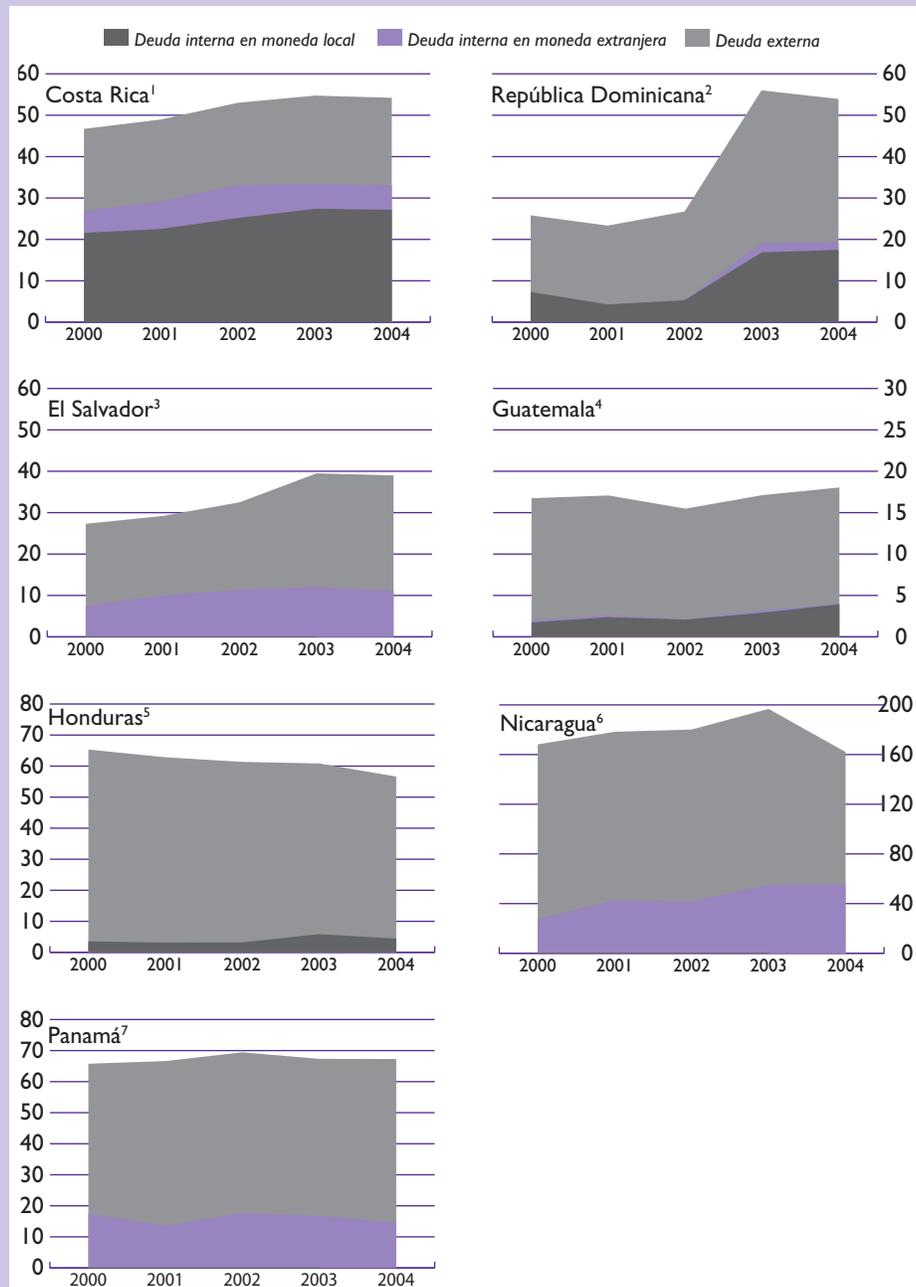
En los últimos años, los países que no reúnen los requisitos para acogerse a la Iniciativa para la Reducción de la Deuda de los Países Pobres muy Endeudados (PPME) han experimentado, en promedio, un aumento en su deuda soberana en relación con el PIB (gráfico 4.1)¹³. Guatemala ha conservado una razón deuda/PIB relativamente baja y estable. Por otro lado, la deuda de Panamá ha sido estable pero a un nivel más alto. En cambio, las coeficientes de endeudamiento han aumentado en El Salvador y, en particular, en la República Dominicana. Entre los años 2002 y 2003, la razón deuda/PIB en este último país pasó del 27% al 56%. Este brusco aumento en el nivel de endeudamiento está relacionado con una severa crisis bancaria, la cual tuvo como resultado el rescate de varios bancos locales y una inesperada devaluación de la moneda local.

¹²Sturzenegger y Zettelmeyer (2006) examinan las mejoras institucionales que podrían reducir la vulnerabilidad de la estructuración de la deuda.

¹³Las comparaciones se hacen solo a título indicativo porque el nivel de cobertura varía de un país a otro. En este capítulo únicamente se presenta la deuda bruta. Los indicadores de la deuda neta podrían ser notablemente diferentes. Además, el nivel de pasivos implícitos es significativamente diferente a causa de los diversos sistemas de pensiones que existen en los distintos países.

Gráfico 4.1. Composición de la deuda soberana

(Porcentaje del PIB)



Fuentes: Autoridades nacionales y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹Sector público.

²Sector público no financiero y banco central.

³Sector público no financiero.

⁴Gobierno central.

⁵Sector público no financiero.

⁶Sector público y banco central.

⁷Gobierno general.

Por lo que se refiere a los países que se han acogido a la Iniciativa para los PPME, Honduras ha experimentado una disminución en su relación deuda/PIB durante el período mencionado, en tanto que Nicaragua, en esencia, tuvo una razón similar en los años 2000 y 2004. Ambos países reunían los requisitos para acogerse a la Iniciativa para los PPME y a la Iniciativa para el Alivio de la Deuda Multilateral, promovidas ambas por el FMI, el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo. Tales iniciativas se están traduciendo en notables reducciones de los niveles de deuda. En el caso de Nicaragua, por ejemplo, se espera que los niveles de deuda pública externa desciendan del 120% del PIB en 2004 a cerca del 45% del PIB en 2007¹⁴.

Composición de la cartera de acreedores

La composición de la cartera de acreedores está sumamente relacionada con el desempeño económico de un país. En particular, el acceso a los mercados internacionales de capital es indicio de un sólido desempeño económico. Además, se ha determinado que la calidad de las políticas es una variable fundamental que permite explicar el acceso al mercado más allá del efecto que tienen dichas políticas sobre el crecimiento (Gelos, Sahay y Sandleris, 2004).

La composición de la cartera de acreedores de la deuda externa de los países centroamericanos destaca por su heterogeneidad (gráfico 4.2). Los dos países que se han acogido a la Iniciativa para los PPME (Honduras y Nicaragua) no tienen acceso a los mercados internacionales de capital, en tanto que aquellos países que no han reunido los requisitos para acogerse a dicha iniciativa (Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Panamá y la República Dominicana) tienen un perfil similar a los países de mercados emergentes.

Casi la mitad de la deuda de los países que no reúnen los requisitos para acogerse a la Iniciativa para los PPME está contratada con el sector privado¹⁵, el 80% del total de la deuda externa es no concesionaria y más del 85% de la deuda contratada con el sector privado está en forma de bonos. En cambio, los países que se han acogido a la Iniciativa para los PPME reciben financiamiento casi exclusivamente del sector oficial, a través de préstamos en condiciones concesionarias, y el 80% del financiamiento contratado con el sector

privado procede del sector bancario (pero no en forma de bonos).

Jurisdicción

La capacidad que tienen los gobiernos centrales para colocar deuda en los mercados locales es un indicio de su fortaleza económica. Cuando el entorno contractual es sólido, esto se traduce en una mayor deuda interna, lo que permite a los gobiernos centrales reducir sus riesgos ante la ocasional volatilidad de los mercados internacionales de capital¹⁶.

Por lo general, los países desarrollados han contratado una gran parte del total de su deuda en sus mercados locales maduros. Los países en desarrollo y, en particular, los países centroamericanos, han recurrido mucho más a los mercados internacionales. En América Central, solo el 30% de la deuda soberana, en promedio, se contrata con entidades nacionales. Costa Rica es el único país centroamericano cuya deuda interna representa más del 50% de la deuda soberana.

No obstante, en años recientes, los países en desarrollo han podido aumentar sus niveles de deuda contratada en mercados nacionales (Banco Mundial, 2005; BID, 2006). América Central no ha permanecido ajena a esta tendencia pues todos los países de la región (con excepción de Panamá) han aumentado sus niveles de deuda interna. En promedio, este nivel ha aumentado en cinco puntos porcentuales. El país que ha presentado el cambio más notable ha sido la República Dominicana. Su deuda interna aumentó más del 15% durante el período 2002–03, lo cual refleja en gran medida la necesidad de tomar parte en operaciones de mercado abierto con el fin de compensar la gran inyección de liquidez registrada después de la crisis bancaria.

Moneda de denominación

Hoy en día se acepta plenamente que la moneda de denominación de la deuda tiene importantes consecuencias macroeconómicas, porque desempeña un papel determinante en los ajustes macroeconómicos ante los shocks externos y ha sido un factor importante en las recientes crisis financieras (Allen *et al.*, 2002; Rosenberg *et al.*, 2006). Los descalces monetarios no solo aumentan la probabilidad de una crisis sino que también encarecen su solución (Goldstein y Turner, 2004). De igual manera, este tipo de descalces puede imponer serios obstáculos a las políticas monetarias y fiscales.

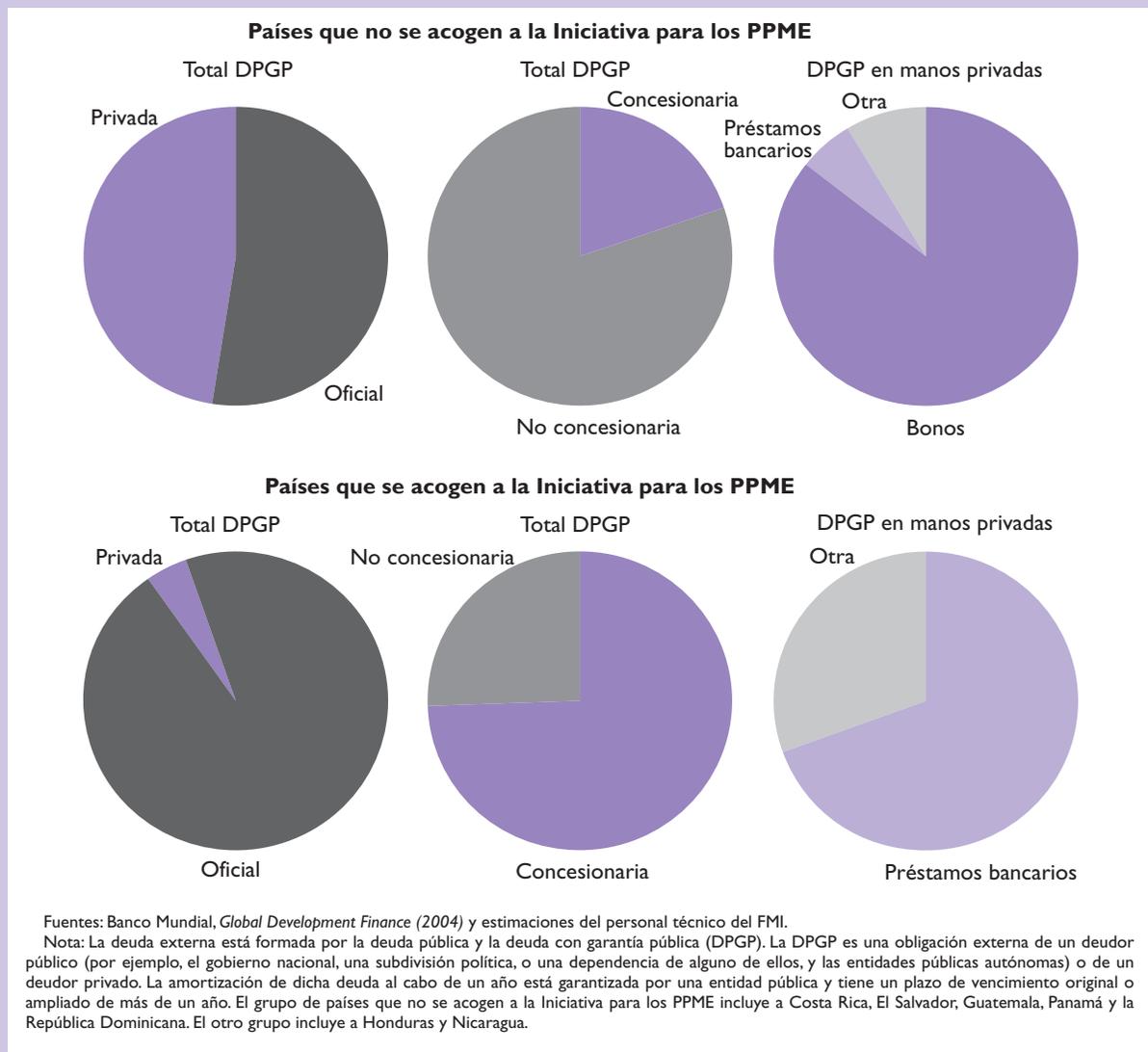
El total de la deuda de América Central tiene un mayor porcentaje de deuda en moneda extranjera que

¹⁴Sin embargo, esto supone un alivio de la deuda para los países pobres muy endeudados gracias a la intervención de acreedores comerciales y de aquellos que no son miembros del Club de París.

¹⁵Este porcentaje no permite ver una importante diversidad entre el grupo de países con economías de mercados emergentes. Entre los años 2001 y 2004, Panamá fue el único país cuyos acreedores pertenecían principalmente al sector privado (80%). Hacia el final de este período, Costa Rica y la República Dominicana registraron un aumento en el porcentaje de deuda contratada con acreedores privados. En 2004, más del 50% de la deuda de estos dos países estaba contratada con acreedores privados.

¹⁶En este capítulo se utiliza el término "deuda interna" para referirse a la deuda emitida en una jurisdicción nacional. Por lo tanto, deuda interna es diferente de deuda en moneda nacional.

Gráfico 4.2. Estructura de la deuda externa; 2001–05



en otros países de América Latina (gráfico 4.3)^{17,18}. Sin embargo, la región experimentó cierta mejoría durante el período 2001–05, en particular Guatemala

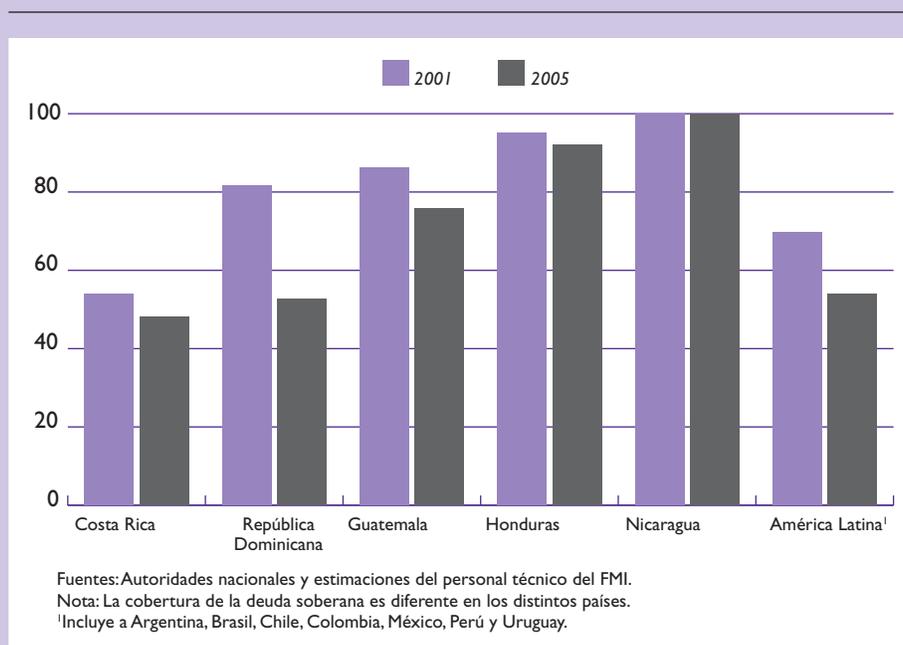
¹⁷Este indicador básico se utiliza solo para establecer un punto de comparación. Véanse en este capítulo la sección sobre descalces de monedas y el recuadro 4.1 donde se presenta un análisis de las formas en que se miden los descalces de monedas y cómo se utilizan las mediciones para evaluar la vulnerabilidad de la deuda soberana en América Central.

¹⁸Hemos excluido del análisis aquellos países oficialmente dolarizados. Aunque el tipo de cambio real todavía puede sufrir variaciones en estos países, es poco probable que estén sujetos a shocks importantes y, tal como lo destacó Mussa (1986), por lo general son

y la República Dominicana¹⁹. Otros países latinoamericanos también experimentaron una reducción en los descalces de monedas, lo cual puede relacionarse con las condiciones benignas en el ámbito internacional para las economías de mercados emergentes.

menos volátiles en regímenes de tipo de cambio fijo (entre los cuales la dolarización total es un ejemplo extremo) que en los regímenes de tipo de cambio flotante.

¹⁹En América Latina, la razón aumentó ligeramente en México y Uruguay, y disminuyó notoriamente en Argentina y, en especial, en Brasil.

Gráfico 4.3. Deuda en moneda extranjera*(Porcentaje de la deuda total)*

Estructura de vencimientos

Un alto porcentaje de deuda a corto plazo puede exponer al gobierno central a los riesgos de refinanciamiento. En esencia, los principales activos del gobierno central son ilíquidos y a largo plazo mientras que sus pasivos pueden ser a corto plazo, lo cual representa un riesgo por descalce de vencimientos que puede provocar una crisis de liquidez²⁰. A pesar de los riesgos existentes, quizá sea mejor que los gobiernos contraten deuda a corto plazo en ciertas condiciones, por ejemplo, porque los inversionistas no quieren arriesgarse o porque existen algunas fragilidades subyacentes por las cuales los inversionistas evitan los préstamos a plazos más largos²¹.

La existencia de deuda a corto plazo en países centroamericanos con acceso a los mercados es más notable en Costa Rica y en la República Dominicana (gráfico 4.4). Panamá, Guatemala y El Salvador tienen niveles mínimos de deuda a corto plazo (de hecho, Guatemala no tiene). En términos generales, la región

se ubica relativamente bien en comparación con otros países de América Latina²².

El plazo de vencimiento residual promedio de la deuda soberana de los países de mercados emergentes ha aumentado considerablemente en años recientes (FMI, 2006) y, durante el período 2001–05, disminuyó, aunque ligeramente, la exposición a la deuda a corto plazo de los países latinoamericanos. Estos amplios movimientos en los mercados emergentes ponen de manifiesto una reducción cíclica de la aversión al riesgo por parte de los inversionistas, una disminución generalizada de las tasas de interés a largo plazo y una mejora de la capacidad crediticia debido a condiciones económicas más favorables. En América Central, El Salvador redujo su exposición a la deuda a corto plazo, no hubo prácticamente cambios en Panamá ni en Costa Rica, pero esta exposición aumentó considerablemente en la República Dominicana.

Factores determinantes de la estructura de la deuda

El análisis de los factores determinantes de la estructura de la deuda se ha visto dificultado durante mucho

²⁰Detragiache y Spilimbergo (2001) muestran que el monto de la deuda a corto plazo es un elemento importante para explicar las crisis de liquidez.

²¹Véanse los problemas de riesgo moral en Calvo (1988), Missale y Blanchard (1994), y Jeanne (2004); la aversión al riesgo por parte de los inversionistas en Broner, Lorenzoni y Schmukler (2005), y las fragilidades subyacentes en Bussière, Fratzcher y Koeniger (2004).

²²La clasificación que se hace de la deuda a corto plazo en este capítulo se fundamenta en el vencimiento original.

Recuadro 4.1. Mediciones del riesgo por descalce de monedas

Se dice que existe un descalce de monedas en el balance general de un sector cuando los activos y los pasivos están denominados en diferentes monedas. Es probable que las variaciones del riesgo cambiario afecten los activos y los pasivos de manera diferente. Por lo tanto, una medición significativa del riesgo por descalce de monedas determina el efecto que tiene una variación del tipo de cambio (real) sobre el coeficiente de apalancamiento (razón pasivos/activos). En este recuadro se presenta la medición que se utiliza en este capítulo para valorar el riesgo por descalce de monedas —la elasticidad de la razón pasivos/activos con respecto a las variaciones del tipo de cambio real— y se abordan de manera uniforme las diferentes mediciones que se proponen en la literatura sobre el tema.

Medición estándar

Una medición estándar, y que se usa en gran medida, del descalce de monedas toma en cuenta la proporción de la deuda en moneda extranjera con relación a la deuda total:

$$\sigma = \frac{eB^*}{B+eB^*},$$

donde B y B^* son la deuda soberana en moneda local y extranjera, y e es el tipo de cambio real. Esta medición está relacionada con el índice del “pecado original” creado por Eichengreen, Hausmann y Panizza (2005). Sin embargo, según lo han expuesto en detalle Goldstein y Turner (2004), no toma en cuenta los activos de los gobiernos centrales (de hecho, considera de manera implícita que todos los activos están en moneda local, según se ve más adelante). No obstante, en la medida en que existan variaciones en los componentes transables de los activos de los gobiernos centrales a lo largo del tiempo y en los diferentes países, esta medición no es adecuada para comparaciones entre series cronológicas o multinacionales.

A pesar de estas deficiencias, se ha utilizado mucho esta medición, principalmente porque es sencilla. Por esta misma razón y por su comparabilidad con la literatura relacionada, en este capítulo se ha utilizado esta medición para analizar la estructura de la deuda y sus factores determinantes. En el apartado dedicado a la vulnerabilidad de la deuda, esta es una de las tres medidas que se utilizan para calcular el descalce de monedas.

Nueva medición

Además de la medición estándar del descalce de monedas, en este capítulo se propone una nueva medición del riesgo por descalce de monedas que toma en cuenta la composición de los activos y de los pasivos. Si para establecer un punto de comparación con otras mediciones estándar suponemos que el PIB es una buena variable sustitutiva de los activos de los gobiernos centrales, entonces una medición alternativa del descalce monetario sería:

$$\gamma = \frac{\frac{eB^*}{B+eB^*}}{\frac{eY^*}{Y+eY^*}},$$

donde Y e Y^* son los componentes transables y no transables del PIB, y B y B^* representan la deuda soberana en moneda nacional y extranjera. Si la razón equivale a 1, la composición de los pasivos y de los activos coincidiría perfectamente. En caso de que los gobiernos centrales emitan toda su deuda en moneda extranjera, la razón es igual al inverso de la porción de componentes transables de la economía (por lo tanto, mayor que 1). Si toda la deuda soberana se emite en moneda local, entonces γ es igual a cero. Esta razón se relaciona estrechamente con la medición utilizada en todo el capítulo, ξ , la cual tiene una interpretación significativa:

$$\xi = \frac{\partial \ln \left(\frac{B+eB^*}{Y+eY^*} \right)}{\partial \ln e} = \frac{eB^*}{B+eB^*} - \frac{eY^*}{Y+eY^*}.$$

En este caso, ξ es una medición del riesgo por descalce de monedas: esta elasticidad da la variación porcentual de la razón deuda/PIB como consecuencia de un aumento del 1% del tipo de cambio real. La medición estándar, σ , es igual a ξ en el caso en que el componente transable del PIB, Y^* , sea igual a cero. Obviamente, este supuesto es extremo, por lo cual ξ es una cota superior a la variación efectiva de la razón deuda/PIB como consecuencia de un aumento del 1%.

Suponer que el PIB es una variable sustitutiva de los activos del gobierno central es otro supuesto extremo dado que este no puede apropiarse plenamente del PIB sin reducirlo considerablemente (entre otras razones, debido a los problemas de incentivos y la inalienabilidad del capital humano; véase Hart y Moore, 1994). Los superávits primarios constituyen una variable sustitutiva más razonable de los activos del gobierno central. Sin embargo, la división de las cuentas del gobierno en componentes transables y no transables es significativa. Existe una medición alternativa que considera de manera más seria el presupuesto gubernamental e incorpora el valor presente neto de los egresos del gobierno en los pasivos y el valor presente de sus ingresos en los activos. Burnside, Eichenbaum y Rebelo, 2006, demuestran que para algunos países el efecto de la devaluación de la moneda en las cuentas del gobierno, o las “reformas fiscales implícitas” puede ser considerablemente severo.

Esta proposición divide los egresos actuales del gobierno en dos componentes: transables y no transables. Suponiendo que la composición de los egresos del gobierno y la participación total de estos en el PIB permanecen inalterables, puede calcularse el valor presente neto de los egresos del gobierno en moneda local y extranjera. Estos componentes se suman a los componentes de la deuda y se considera que los totales representan la totalidad de los pasivos del gobierno central. Por lo que se refiere a los activos, el valor

Recuadro 4.1 (conclusión)

presente neto de los ingresos se suma a las reservas para formar los activos totales. Se considera entonces que la porción del componente de bienes transables de los ingresos es igual a la porción de bienes transables de la economía (las exportaciones en relación con el PIB). Este coeficiente sirve para determinar el valor presente neto del componente transable de los ingresos. Los activos denominados en moneda extranjera representan el valor presente neto del componente transable de ingresos y reservas. Por lo tanto, la determinación de la elasticidad del coeficiente de apalancamiento resulta ser una operación sencilla.

Según se ha expuesto en este capítulo, la elasticidad por sí sola tal vez no proporcione información significativa para el análisis de la sostenibilidad de la deuda. Al multiplicar la elasticidad por la razón inicial deuda/PIB los responsables de las políticas económicas podrían darse plena cuenta de los efectos que las variaciones del tipo de cambio real tienen sobre esa razón.

Otras mediciones

La nueva medición del descalce de monedas que se propone en este capítulo ξ , se relaciona con otras que fueron propuestas en la literatura económica, sobre todo con las que crearon Goldstein y Turner (2004), y Calvo, Izquierdo y Talvi (2003).

Si reformulamos la nueva medición γ en función de la razón deuda (neta) en moneda extranjera/PIB obtenemos una deuda soberana equivalente a la medición del descalce monetario efectivo total que proponen Goldstein y Turner (2004).

La medición γ también se relaciona con la que proponen Calvo, Izquierdo y Talvi (2003):

$$\tau = \frac{\frac{B}{eY^*}}{\frac{Y}{eY^*}}$$

La magnitud relativa de esta medición se invierte cuando se la compara con γ : cuanto más se acerque a cero, mayor será el riesgo por descalce de monedas; cuanto mayor sea el número, menor será el descalce de monedas. Su relación con γ se obtiene mediante la siguiente ecuación:

$$\tau = \frac{Y + eY^*(1-\gamma)}{\gamma Y}$$

Cuando γ es igual a cero (no hay descalce de monedas), τ es infinita; τ es igual a cero cuando γ es igual a la porción inversa de componentes transables en el PIB. En otras palabras, cuando toda la deuda soberana está denominada en moneda extranjera; cuando ambas economías gozan de cobertura plena, el resultado de ambas mediciones es igual a 1. La medición que proponen Calvo, Izquierdo y Talvi (2004), τ , tiene el inconveniente de que da como resultado el máximo riesgo por descalce de monedas cuando un país no tiene deuda interna, independientemente de la apertura de la economía.

Para entender la diferencia entre τ y γ , consideremos dos economías, A y B, que contratan deuda solo en moneda extranjera pero que tienen diferentes niveles de apertura: la economía A tiene una porción ε de su PIB en componentes transables, y la economía B tiene una porción ε de su PIB en componentes no transables, donde ε es un número pequeño y arbitrario diferente de cero. La medición que proponen Calvo, Izquierdo y Talvi (2003) da como resultado el mayor descalce de monedas para ambas economías, $\tau = 0$.

Sin embargo, γ distingue claramente entre ambos casos: para el país A, $\gamma = \frac{1}{\varepsilon}$, es decir, es muy grande (el descalce de monedas) y para el país $\gamma = \frac{1}{1-\varepsilon}$, es decir, es muy cercano a 1 (cobertura perfecta). La principal ventaja de τ es que no varía con los movimientos del tipo de cambio real. En términos netos, γ y sobre todo ξ son mediciones más significativas del riesgo por descalce de monedas.

tiempo por la escasez de datos. En parte como consecuencia de lo anterior, no se ha llegado todavía a un consenso sobre las mejores políticas que garanticen la mayor seguridad de la estructura de la deuda. Recientemente se ha obtenido información nueva e importante que ha permitido tener una nueva visión sobre este aspecto de la deuda²³. En esta sección se pretende confirmar algunos de los resultados que se han publicado, para lo cual se utiliza una muestra de 27 países que cuentan con acceso al mercado de capitales. De esta manera, se podrá tener una mejor idea de la situación

relativa en la que se encuentran los países de América Central²⁴.

Deuda interna

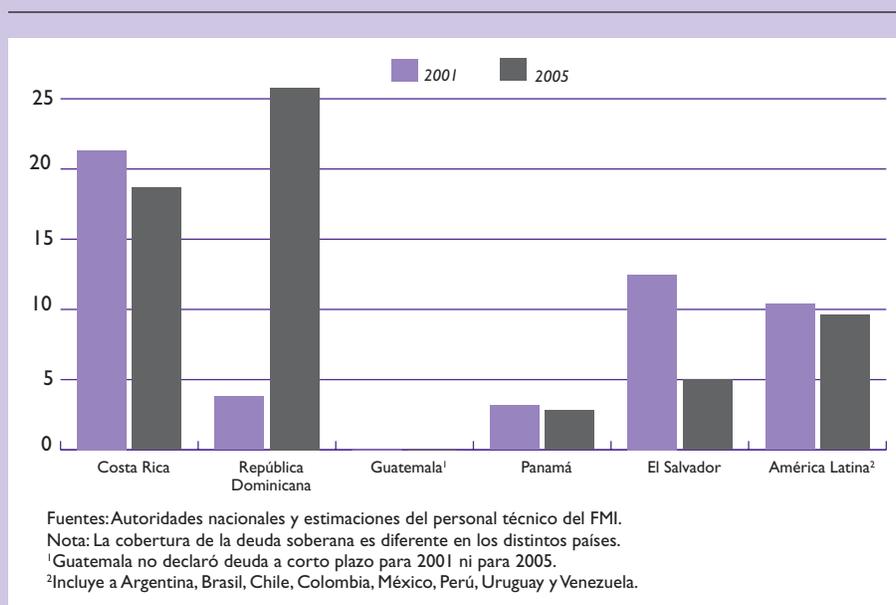
En los estudios económicos encontramos que para emitir deuda interna deben considerarse varios factores, como el cumplimiento de los contratos, el tamaño del mercado y la base de inversionistas. Estos resulta-

²³Véanse Jeanne y Guscina (2006), Cowan *et al.* (2006), y Jaimovich y Panizza (2006). Puede encontrarse un análisis comparativo en BID (2006).

²⁴Los datos corresponden a 2004. La principal ventaja de los datos obtenidos por los economistas del FMI es que incluyen información sobre la denominación por monedas y el perfil de vencimientos de la deuda de un gran número de países. La gran desventaja es la falta de uniformidad en las definiciones de la deuda de un país a otro, lo cual hace que una comparación directa entre países sea vulnerable a las críticas.

Gráfico 4.4. Deuda a corto plazo

(Porcentaje de la deuda total)



dos quedaron confirmados en la muestra que utilizamos haciendo una regresión de los distintos países en la que se emplearon como variables representativas, respectivamente, el indicador del Estado de derecho (obtenido de Kaufmann, Kraay y Mastruzzi, 2005), el PIB total y la razón M2/PIB. Todas estas variables son estadísticamente significativas a niveles estándar²⁵. Los países con una débil observancia de contratos ofrecen menos protección a los inversionistas contra el riesgo de confiscación y contra la gravedad de las pérdidas en caso de cesación de pagos, con lo cual se ven más atraídos a recurrir a deudas contratadas en jurisdicciones externas. Aunque las jurisdicciones externas no han tenido mucho éxito en cuanto a la recuperación de activos, sí han logrado excluir a varios países de los mercados de títulos de deuda, con lo cual se crea una amenaza creíble que indirectamente brinda una mayor protección a los inversionistas²⁶.

²⁵Las variables son significativas al nivel del 95%. Otras variables, entre las que se incluye el PIB per cápita no son significativas. Estos resultados concuerdan en general con otras investigaciones sobre los factores determinantes de la proporción de la deuda interna. Claessens, Klingebiel y Schmukler (2003) han encontrado que son importantes la observancia deficiente de los derechos de los acreedores y la existencia de una estrecha base local de inversionistas. De igual manera, Cowan *et al.* (2006) consideran que el tamaño del mercado (medido con referencia al PIB) y el nivel de desarrollo son importantes.

²⁶Véase el estudio de Sturzenegger y Zettelmeyer (2006). Cabe hacer aquí la advertencia tradicional de que también es posible que el

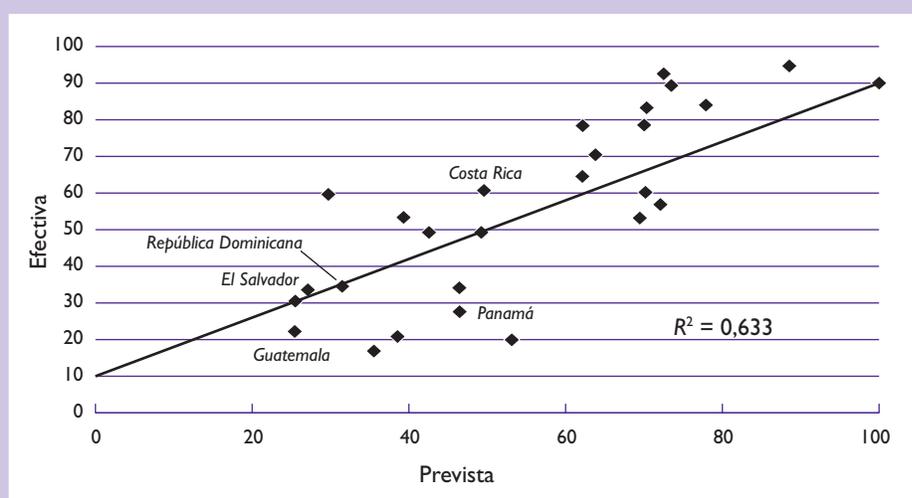
Estos factores también pueden explicar las diferencias en las emisiones de deuda interna entre los distintos países centroamericanos que no pueden acogerse a la Iniciativa para los PPME. En el gráfico 4.5 y en el cuadro 4.1 se muestra que estos factores dan cuenta del hecho de que Costa Rica recurre más al mercado interno que las economías de menor tamaño y un débil desempeño del indicador del Estado de derecho. Otros factores menos convencionales, como el régimen cambiario, podrían explicar las diferencias restantes. La total dolarización de Panamá puede explicar por qué este país recurre tan poco al mercado interno, pues la perfecta sustitución de las monedas local y extranjera puede hacer más atractiva la opción de contratar deuda en los mercados internacionales.

Los factores determinantes de la jurisdicción de la deuda en los países que se han acogido a la Iniciativa para los PPME (Honduras y Nicaragua) son significativamente diferentes. Dado que la mayor parte de la deuda externa es oficial (lo cual no implica generalmente riesgos de refinanciamiento) y se contrata a tasas concesionarias, este tipo de deuda constituye una opción más atractiva desde el punto de vista de la vulnerabilidad. Así pues, el nivel de deuda externa como proporción de la deuda total se ve limitado principalmente por la disponibilidad de financiamiento oficial.

Estado de derecho esté relacionado con otras variables no incluidas en el análisis.

Gráfico 4.5. Deuda interna: Prevista y efectiva

(Con base en una regresión que tuvo como variables independientes la evolución financiera, el PIB total y el Estado de derecho)



Cuadro 4.1. Factores determinantes de la proporción de la deuda interna

	Estado de derecho	PIB	M2/PIB
Costa Rica	0,57	18,53	37,62
El Salvador	-0,34	15,82	4,74
Guatemala	-0,96	25,96	30,53
Panamá	-0,04	14,20	74,65
República Dominicana	-0,54	18,44	38,17
Promedio de la muestra	-0,11	4,74	50,11

Fuentes: Kaufmann, Kraay y Mastruzzi (2005) y FMI, *International Financial Statistics*.

Deuda en moneda extranjera

Para los países que no han podido acogerse a la Iniciativa para los PPME, la posibilidad de emitir deuda interna es sumamente importante para emitir deuda en moneda nacional (gráfico 4.6a). Recurrir a una jurisdicción extranjera para contratar deuda con acreedores privados es un indicio casi inevitable de una dependencia en la deuda en moneda extranjera²⁷. En América Central, Costa Rica es el país que ha tenido más éxito en emitir una gran proporción de su deuda en moneda

²⁷Hausmann y Panizza (2003) ofrecen una hipótesis relacionada con este hecho. Algunas notables excepciones de países pueden encontrarse en BID (2006, capítulo 2).

nacional. Por el contrario, Guatemala no ha tenido tanto éxito dado que presenta limitaciones para aprovechar los mercados nacionales. La República Dominicana se ubicó en el medio de estos dos extremos²⁸.

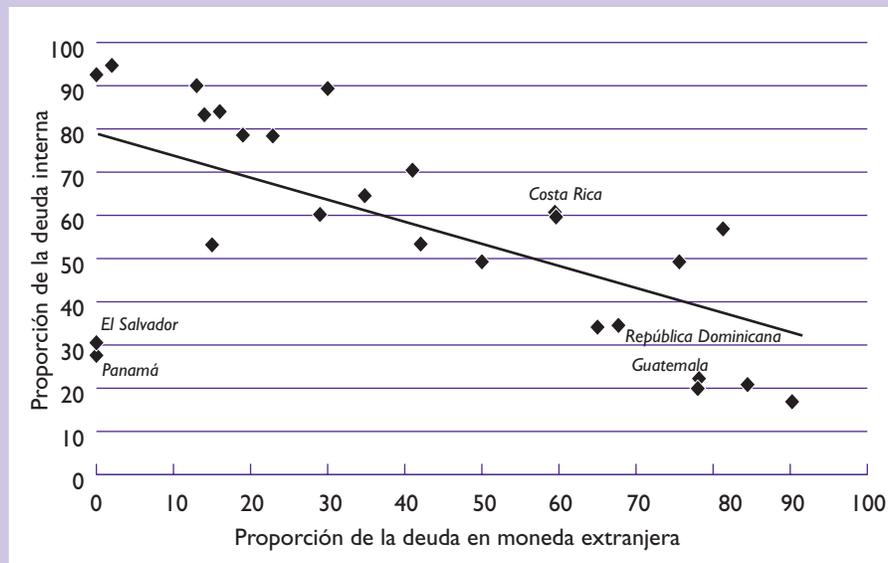
Es posible también que algunos países no puedan emitir deuda en moneda nacional debido a la poca credibilidad de su política monetaria²⁹. Esta baja credibilidad puede, a su vez, estar relacionada con períodos de alta inflación, la cual puede limitar la capacidad de los gobiernos centrales para emitir deuda a largo plazo en moneda nacional (gráfico 4.6b), o puede estar asociada con instituciones insolventes o con un marco deficiente de políticas económicas (véase el capítulo VI)³⁰. Si bien la inflación ha disminuido en América Central al igual que en otros mercados emergentes, esta disminución no se traduce inmediatamente en mejores estructuras de deudas, que no han sufrido cambios significativos.

La deuda en moneda extranjera también puede ser consecuencia de una optimización espontánea de la cartera de títulos de deuda, dada la evolución del rendimiento y varianza que se espera de las carteras. Por ejemplo, la mejor estrategia de cobertura se presenta cuando la volatilidad de la inflación es considerable-

²⁸Los países dolarizados aún enfrentan variaciones del tipo de cambio real, lo cual puede tornar más oneroso el servicio de la deuda en épocas difíciles. Sin embargo, dichos países evitan los cambios bruscos y de gran envergadura que generalmente acompañan a las crisis monetarias.

²⁹A este fenómeno se le ha llamado la dimensión nacional del "pecado original".

³⁰Véanse Hausmann y Panizza (2003); Borensztein *et al.* (2004); Mehl y Reynaud (2005), y Jeanne y Guscina (2006).

Gráfico 4.6a. Proporción de la deuda interna y de la deuda en moneda extranjera

mente mayor que la del tipo de cambio real³¹. Otro factor clave de la idoneidad de este tipo de deuda es la correlación entre el tipo de cambio y el ingreso público. Una forma de entender estos elementos es considerar la relativa volatilidad del ingreso público en divisas, moneda nacional y moneda nacional indexada. De ser posible, la deuda debería estar denominada en la unidad monetaria en que el ingreso público presenta la volatilidad más baja. Al parecer, solo Costa Rica tiene una clara cobertura para endeudarse en dólares, lo cual podría ser una de las razones por la que está emitiendo más deuda en moneda extranjera de lo esperado teniendo en cuenta su capacidad para emitir deuda en moneda nacional y su historial de inflación. En el caso de Guatemala, no queda en claro cuál es su cobertura, y por ello se suscitan algunas preguntas sobre la conveniencia de tener una alta proporción de endeudamiento en moneda extranjera.

Deuda a corto plazo

Los factores que determinan la emisión de deuda con plazos de vencimiento más cortos no están muy claros, lo cual refleja, en parte, la limitada experiencia que se tiene en este aspecto. La mayor parte de la

literatura sobre el tema hace referencia a las características comunes de las estructuras riesgosas de deuda en general³², y aunque algunos autores hacen énfasis en el perfil de vencimientos de la deuda, en general consideran la deuda de toda una economía y no solo la deuda soberana. Sin embargo, una causa posible de esta vulnerabilidad es la presencia de una deuda total elevada (Rodrik y Velasco, 1999; Missale, 1999). Cuanto más alto sea el nivel de deuda, mayor es la posibilidad de incumplimiento de pagos y, por lo tanto, menor será el plazo al que los inversionistas están dispuestos a prestar³³. Existe la posibilidad de que las cesaciones de pagos que se hayan declarado en el pasado obliguen a los inversionistas a ser cautelosos en sus préstamos a largo plazo (Reinhart, Rogoff y Savastano, 2003).

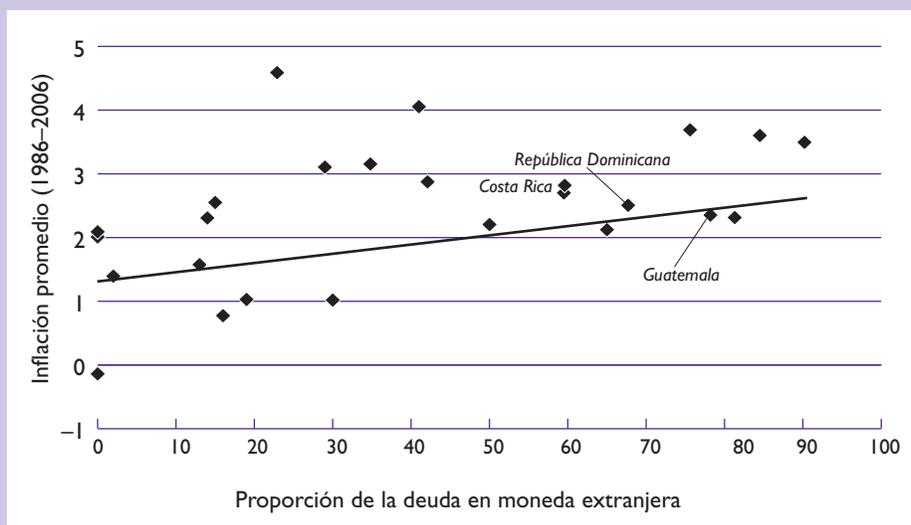
Un análisis empírico fundamentado en nuestra muestra indica que el nivel de deuda total es la única variable significativa que explica la proporción de la deuda a corto plazo. La variable del Estado de derecho no parece ser muy decisiva en este caso, y lo mismo ocurre con la razón M2/PIB, el tamaño de la economía o la inflación pasada. Esto nos hace dudar de la idea de que las vulnerabilidades por descalces de monedas y de vencimientos tengan factores básicos comunes. Ni los antecedentes de cesación de pagos y de ingreso fiscal

³¹Ize y Levy-Yeyati (2003) ofrecen el argumento teórico y FMI (2006) ofrece un ejemplo de una aplicación a una deuda soberana. No comprobamos este resultado en nuestra muestra dado que es muy probable que las restricciones mencionadas en los párrafos anteriores sean muy serias para muchos de los países de la muestra.

³²Véanse Hausmann y Panizza (2003); Reinhart, Rogoff y Savastano (2003), y Mehl y Reynaud (2005).

³³Cabe la posibilidad de que la deuda total tenga en cuenta la probabilidad de futuras cesaciones de pagos. Nuestros resultados indican que los mercados son prospectivos y tienen poca memoria.

Gráfico 4.6b. Historial de inflación y deuda en moneda extranjera



(representado por el PIB per cápita) como indicadores de la fortaleza de las instituciones resultan ser determinantes importantes del nivel de deuda a corto plazo en nuestra pequeña muestra³⁴. Por último, la deuda en moneda extranjera tampoco fue significativa. Cabe la posibilidad de que aquí estén en juego dos canales opuestos: la presencia exógena de deuda en moneda extranjera torna más frágil la situación financiera, lo cual se traduce en un alto nivel de deuda a corto plazo (Bussière, Fratzcher y Koeniger, 2004)³⁵, y, por el contrario, dado un determinado grado de debilidad en las instituciones y en las políticas, la deuda a corto plazo es un mecanismo alternativo para hacer frente al riesgo cambiario.

En el caso de los países centroamericanos, la proporción de la deuda a corto plazo solo puede explicarse parcialmente por el nivel total de deuda, la cual es la única variable significativa mencionada anteriormente. Costa Rica y la República Dominicana registran relativamente más deuda a corto plazo de lo esperado. Guatemala se aproxima al valor previsto, y Panamá y El Salvador tienen considerablemente menos deuda a corto plazo de lo esperado (gráfico 4.7). Estas dife-

rencias sugieren que la dolarización oficial podría ser un elemento que permite a los países emitir deuda con plazos de vencimiento mayores.

Examen de las vulnerabilidades

Descalce de monedas

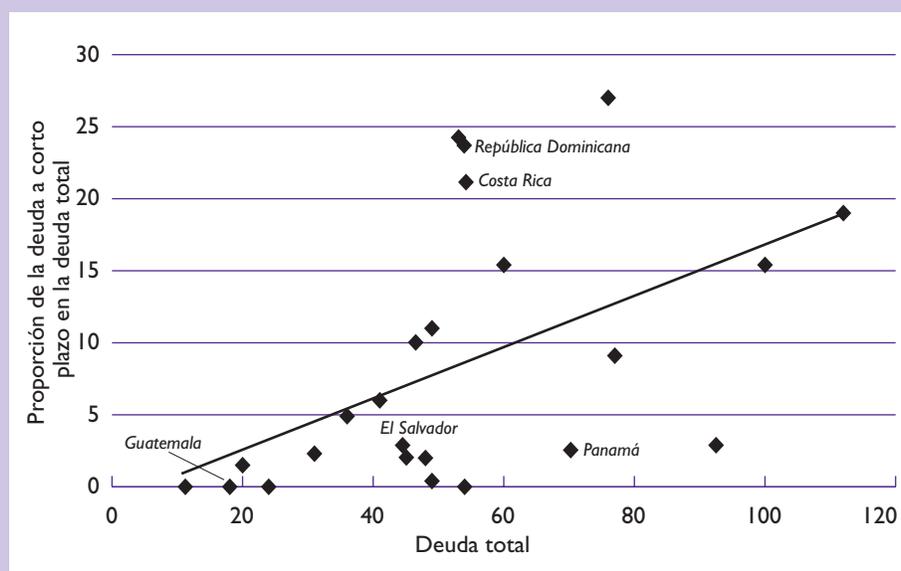
La primera medición, que se muestra en el cuadro 4.2, determina la elasticidad de la razón deuda total/PIB de los países no dolarizados con respecto al tipo de cambio real, es decir, la variación porcentual de la razón deuda total/PIB tras una variación del 1% del tipo de cambio real. Esta medición supone que el único efecto de una variación del tipo de cambio real en el PIB es un efecto de valoración³⁶. La elasticidad se calcula tomando la diferencia entre la proporción de la deuda en moneda extranjera en la deuda total y la proporción de bienes (y servicios) transables en la economía. Una elasticidad de

³⁴La composición de los inversionistas puede ser también un factor importante en vista de que los acreedores potenciales suelen hacer coincidir la duración de los activos y de los pasivos.

³⁵De la Torre y Schmukler (2004) presentan explícitamente este argumento y lo llaman, como sugiere Ricardo Caballero, el “principio de conservación”. Hausmann y Panizza (2003), y Mehl y Reynaud (2005) suponen, de manera implícita, que tales factores determinantes como el vencimiento y la moneda de denominación son los mismos, considerándolos determinantes del monto de la deuda a largo plazo en moneda nacional, o lo que ellos llaman la liberación del “pecado original”.

³⁶Pese a que esta medición es mejor que las mediciones tradicionales de los descalces monetarios, cabe hacer algunas advertencias. Ignora otros tres efectos además del efecto de valoración: variaciones internas de la estructura del PIB (principalmente, la elasticidad de las exportaciones); variaciones del PIB debido a descalces de monedas en el sector privado —un descalce de este tipo en el sector privado podría provocar una crisis con efectos reales (por ejemplo, una crisis bancaria), lo cual disminuiría el PIB en moneda local mucho más que el efecto del tipo de cambio real—, y, por último, variaciones del monto de la deuda debidas a descalces monetarios en el sector privado (el gobierno central estaría tentado a rescatar a este último mediante la emisión de más deuda para financiarlo, con lo cual se deterioraría la razón deuda/PIB).

Gráfico 4.7. Deuda a corto plazo y deuda total



cero significa que la economía goza de plena cobertura; es decir, una variación del tipo de cambio real no afecta la razón deuda/PIB. Una elasticidad mayor (menor) que cero significa que una devaluación empeora (mejora) la razón deuda/PIB. Sobre la base de esta medición, todos los países centroamericanos, con excepción de Nicaragua, redujeron su descalce de monedas entre los años 2001 y 2004. Incluso Costa Rica logró consolidar su protección cambiaria en 2004. Sin embargo, en ese mismo año, Nicaragua fue el único país que presentaba el descalce monetario más grande³⁷.

La elasticidad de la razón deuda total/PIB con respecto al tipo de cambio real como medida del descalce monetario es informativa pero incompleta. Esta medición por sí sola no es pertinente para un análisis significativo de la sostenibilidad de la deuda dado que los coeficientes iniciales de deuda son también datos importantes. Si se modifica la elasticidad en función de la razón inicial deuda/PIB se obtendría una prueba de esfuerzo más significativa³⁸. En el año 2004, Guatemala tuvo una elasticidad mayor que la de Costa

³⁷La elasticidad no cambia significativamente aunque se altere esta medición para incluir las reservas del lado de los activos del gobierno central. En 2001, Nicaragua registró la variación más notoria al reducirse la elasticidad en 1%. Hacia 2004, fue Honduras el país que registró la mayor variación de la elasticidad: 0,9%. Las variaciones más pequeñas fueron del orden del 0,1% en Panamá (2001 y 2004) y en la República Dominicana (2004).

³⁸Goldstein y Turner (2004) también propusieron una modificación en estos mismos términos.

Cuadro 4.2. Elasticidad de la razón deuda/PIB con respecto al tipo de cambio real

	2001	2004
Costa Rica	0,13	-0,01
Guatemala	0,67	0,61
Honduras	0,57	0,57
Nicaragua	0,76	0,78
República Dominicana	0,43	0,16

Fuentes: Autoridades nacionales; Banco Mundial, *World Development Indicators* (2005), y estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: Deuda en moneda extranjera como proporción de la deuda total menos la proporción de los componentes transables de la economía. Un valor igual a cero representa una cobertura perfecta. Un valor superior a cero empeora la razón deuda/PIB.

Rica y la República Dominicana. No obstante, la razón deuda/PIB de Guatemala después de una devaluación del 30% se mantuvo considerablemente inferior a la de los demás países (gráfico 4.8)³⁹.

³⁹De hecho, este tipo de ejercicio no favorece a las economías más abiertas. Según lo demuestran Calvo, Izquierdo y Talvi (2003), una economía más abierta tiene menos probabilidades de sufrir una devaluación. Por lo tanto, con la misma proporción de deuda en moneda extranjera en la deuda total, las economías más abiertas están menos expuestas a una crisis dado que el descalce monetario es menor y la probabilidad de una devaluación también es menor.

Cuadro 4.3. Elasticidad del coeficiente de apalancamiento del gobierno central con respecto al tipo de cambio real

	2001	2004
Costa Rica	-0,15	-0,20
Guatemala	0,07	0,07
Honduras	-0,05	-0,03
Nicaragua	0,30	0,24
República Dominicana	-0,09	-0,21

Fuentes: Autoridades nacionales; Banco Mundial, *World Development Indicators* (2005), y estimaciones del personal técnico del FMI.

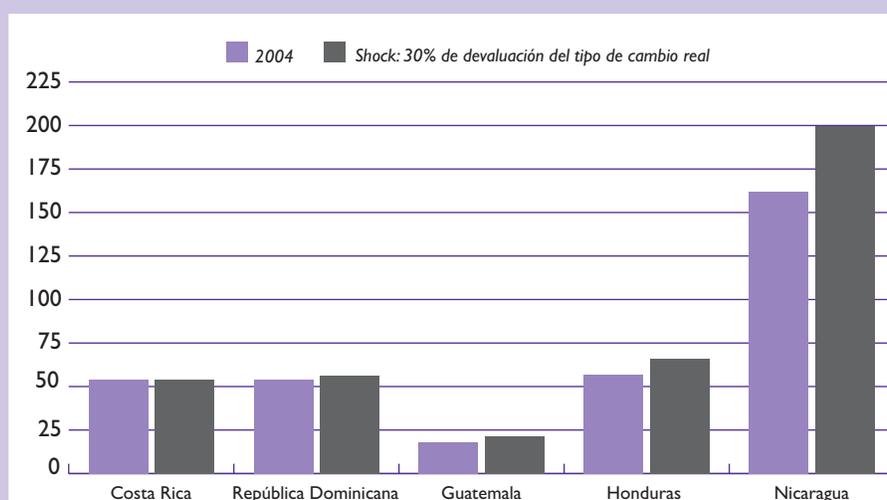
Nota: Pasivos en moneda extranjera como proporción de los pasivos totales menos los activos en moneda extranjera como proporción de los activos totales. Un valor igual a cero representa una cobertura perfecta. Un valor superior a cero empeora el coeficiente de apalancamiento.

Como es habitual en los análisis de sostenibilidad de la deuda y en la literatura macroeconómica, en las mediciones anteriores del riesgo por descalce de monedas para el gobierno central se tomó el PIB como sustituto de los activos de dicho gobierno. Este es un supuesto extremo dado que el gobierno central

no puede apropiarse totalmente del PIB. En cambio, el superávit primario podría ser una variable sustitutiva más razonable de los activos del gobierno. Sin embargo, la división del superávit primario en componentes transables y no transables es significativa. Hemos desarrollado una medición que tiene en cuenta el presupuesto del gobierno para calcular el valor presente neto de sus ingresos y egresos. (En el recuadro 4.1 se presenta una exposición más completa de la metodología y de los estudios relacionados con el tema).

La segunda medición alternativa del descalce de monedas, según se muestra en el cuadro 4.3, calcula la elasticidad del coeficiente de apalancamiento del gobierno central —razón entre pasivos totales y activos totales— con respecto al tipo de cambio real. Esta elasticidad es simplemente la diferencia entre la proporción de pasivos en divisas en el total de pasivos y la proporción de activos en divisas en el total de activos. Según se describió más arriba, esta elasticidad tiene en cuenta la composición de los ingresos y egresos del gobierno, separándolos en componentes transables y no transables. Suponiendo que la composición de los egresos del gobierno y su proporción total en el PIB permanecen inalterables, se calcula el valor presente neto de los gastos de gobierno en moneda local y extranjera. Estos componentes se suman a los de la deuda y se considera que los totales representan la totalidad de los pasivos del gobierno central. Por lo que se refiere a los activos, el valor presente neto de los ingresos se suma a las reservas para formar el total de activos. Posterior-

Gráfico 4.8. Deuda soberana
(Porcentaje del PIB)



Fuentes: Autoridades nacionales y estimaciones del personal técnico del FMI.
Nota: La cobertura de la deuda soberana es diferente en los distintos países.

Cuadro 4.4. Razón deuda a corto plazo/reservas

	2001	2005
Costa Rica	1,46	0,83
República Dominicana	0,15	1,69

mente, se considera que el componente transable de los ingresos es igual a la proporción de bienes transables en la economía (razón exportaciones/PIB). Se determina entonces el valor presente neto del componente transable de los ingresos utilizando esta razón. Los activos denominados en divisas constituyen el valor presente neto del componente transable de los ingresos y las reservas. Dado que una gran parte de los egresos del gobierno corresponde a bienes no transables, el descalce monetario es significativamente menor que el anterior en todos los países. Al igual que en las mediciones anteriores, en 2004 Nicaragua presentó el mayor descalce de monedas.

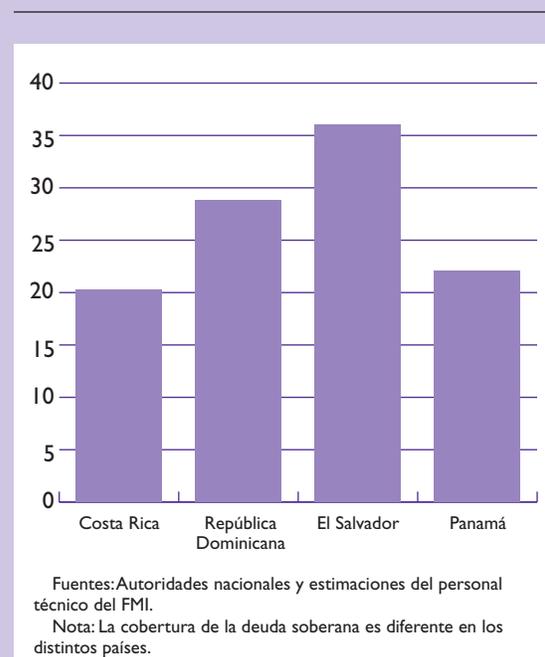
Descalce de vencimientos

El nivel de las reservas internacionales es un indicador importante en la valoración de las vulnerabilidades relacionadas con la deuda a corto plazo⁴⁰. Según se indicó anteriormente, Costa Rica y la República Dominicana son los únicos países que presentan un riesgo a corto plazo significativo. Sin embargo, una vez consideradas las reservas, ambos países presentan una razón deuda a corto plazo/reservas superior a 1 (cuadro 4.4)⁴¹.

La deuda a corto plazo es peligrosa no solo por el riesgo de refinanciamiento sino también porque implica otros riesgos de exposición a las variaciones de las tasas de interés. Este riesgo también se aplica a la deuda con mayor vencimiento emitida a una tasa de interés variable, lo que es relativamente común en América Central (gráfico 4.9). En este caso, El Salvador parece ser el país más expuesto a las variaciones de las tasas de interés. En este sentido, parece ser que este país opta por la posibilidad de tener mayor deuda a corto plazo a costa de la emisión de un mayor volumen de deuda a

Gráfico 4.9. Deuda con tasa de interés variable; 2005

(Porcentaje de la deuda total)



una tasa de interés variable. En el otro extremo, Guatemala y Panamá presentan el nivel más bajo de deuda indexada a la tasa de interés, lo cual constituye un perfil de deuda en general menos riesgoso. Costa Rica y, especialmente, la República Dominicana son los más expuestos. Dados sus altos niveles de deuda a corto plazo, su exposición general a los movimientos de las tasas de interés es considerablemente mayor.

Descalce de la estructura de capital

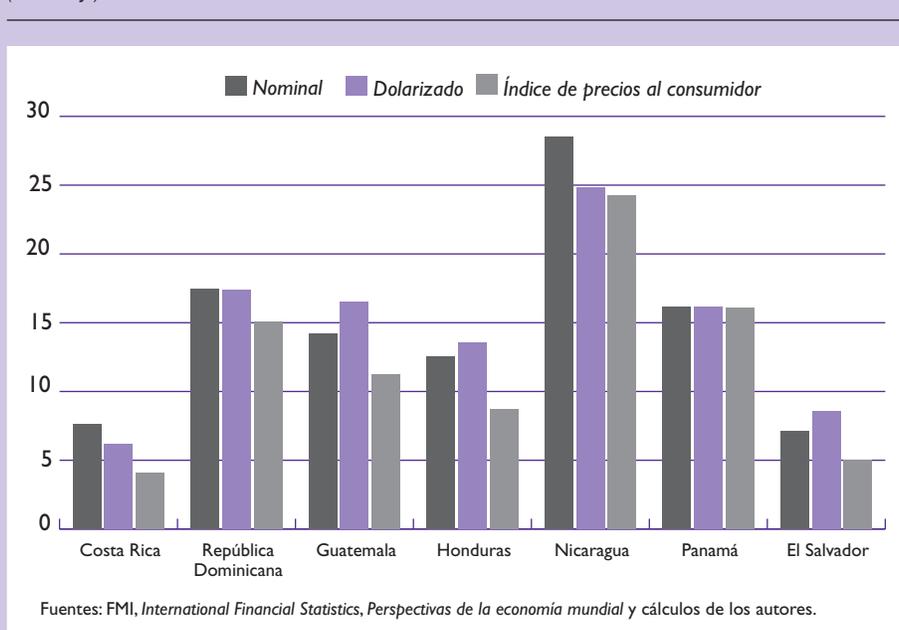
Un riesgo que a menudo pasa inadvertido es la índole en general no contingente de la deuda, es decir, el hecho de que las obligaciones de deuda sean independientes del nivel del PIB o del ingreso fiscal⁴². Este hecho podría superarse si los gastos fuesen lo bastante flexibles como para ajustarse a la evolución del ingreso fiscal. Sin embargo, esto casi no ocurre. Por lo tanto, los países cuyo ingreso fiscal es más volátil suelen tener mayores necesidades de financiamiento en épocas específicas. De hecho, se ha comprobado que la volatilidad del ingreso fiscal es un factor determinante de

⁴⁰Una antigua regla general, conocida como la “regla de Guidotti-Greenspan”, establece que las reservas internacionales deben ser por lo menos iguales a la deuda a corto plazo y las amortizaciones a pagar.

⁴¹Rodrik y Velasco (1999) presentan pruebas de que durante la crisis asiática, Corea del Sur, Filipinas, Indonesia y Tailandia tuvieron una razón superior a 1. Malasia fue el único país del grupo en estudio que registró una razón inferior a 1. Hacia finales de 1997, la razón deuda a corto plazo/reservas de Corea era superior a 3.

⁴²Rogoff (1999) llamó la atención sobre este hecho y destacó los beneficios de la creación de instrumentos financieros de pago contingente. Borensztein y Mauro (2004) propusieron, en consecuencia, la creación de bonos indexados al PIB.

Gráfico 4.10. Volatilidad del aumento del ingreso fiscal; 1990–2005
(Porcentaje)



los umbrales “seguros” de deuda (FMI, 2003; Mendoza y Oviedo, 2004). Es probable que sea exacerbado este riesgo si los países tienen grandes descalces de vencimientos y/o riesgo de altas tasas de interés.

En esta dimensión, Nicaragua parece ser el país con mayores riesgos en América Central (gráfico 4.10), lo cual probablemente esté relacionado con una base productiva menos diversificada. La volatilidad del ingreso fiscal también parece ser relativamente alta en Guatemala, Panamá y la República Dominicana. Por el contrario, los ingresos públicos han sido notablemente estables en El Salvador y Costa Rica.

Conclusiones

La región centroamericana ha dado pasos importantes para estructurar su deuda de manera más segura. Con el correr de los años y de conformidad con la evolución general de los mercados emergentes, los países centroamericanos ya no recurren tanto a tipos de deuda más riesgosos. En particular, la región ha podido aumentar la proporción de deuda financiada en los mercados nacionales (con excepción de Panamá) y, aunque sea en forma moderada, ha reducido su dependencia de deuda en moneda extranjera.

No obstante, la principal vulnerabilidad de América Central sigue siendo su nivel relativamente alto de deuda en moneda extranjera. La región, con excepción

de Costa Rica, tiene un alto porcentaje de su deuda total en moneda extranjera en comparación con el resto de los países latinoamericanos. Puede ser que algunos países estén parcialmente cubiertos ante estos riesgos (en particular, Honduras, Panamá y la República Dominicana), en razón de su alto grado de apertura al comercio exterior y su tendencia a acentuar más los componentes no transables en los egresos del gobierno que en los ingresos.

Además de esto, las demás vulnerabilidades relevantes tienden a ser diferentes de un país a otro. Parece ser que un problema crucial para Honduras y Nicaragua es la limitada diversificación de la base de acreedores. En Guatemala y Panamá, la alta volatilidad del ingreso fiscal reviste particular importancia. Costa Rica y la República Dominicana presentan niveles relativamente altos de deuda a corto plazo. El Salvador está particularmente expuesto a los movimientos de las tasas de interés dado que una gran proporción de su deuda está contratada a tasas de interés variable.

La clave para mejorar la estructura de la deuda es fortalecer las instituciones y contar con políticas monetarias y fiscales bien concebidas. Una política fiscal firme tiene un impacto directo y obvio sobre la deuda. Las políticas fiscales y monetarias sólidas también tienen otros efectos beneficiosos importantes sobre la estructura de la deuda dado que limitan la volatilidad, mejoran la resiliencia a los shocks y fortalecen la confianza en la moneda nacional. A manera de ejemplo, es

probable que una política monetaria creíble tenga un efecto positivo sobre la composición por monedas de la deuda soberana. Un marco institucional más sólido facilita al gobierno la emisión de deuda en su propia jurisdicción y moneda. En este sentido, el Estado de derecho y la plena observancia de los contratos desempeñan un papel importante pues reducen el riesgo de confiscación y la gravedad de las pérdidas en caso de cesación de pagos. La creación de una base de inversionistas nacionales, con los fondos de pensiones actuando a manera de catalizador (véase el capítulo III), también puede aportar resultados importantes. Cuanto más desarrollado esté un país en el ámbito financiero, menor será la proporción que ocupen las deudas en moneda extranjera y a corto plazo en la deuda total.

Referencias

- Aghion, Philippe, Philippe Bacchetta y Abhijit Banerjee, 2000, “A Simple Model of Monetary Policy and Currency Crises”, *European Economic Review*, vol. 44, No. 4–6, págs. 728–38.
- , 2001, “Currency Crises and Monetary Policy in an Economy with Credit Constraints”, *European Economic Review*, vol. 45, No. 7, págs. 1121–50.
- Albuquerque, Rui, 2003, “The Composition of International Capital Flows: Risk Sharing Through Foreign Direct Investment”, *Journal of International Economics*, vol. 1, No. 2, págs. 353–83.
- Allen, Mark, Christoph B. Rosenberg, Christian Keller, Brad Setser y Nouriel Roubini, 2002, “A Balance Sheet Approach to Financial Crisis”, IMF Working Paper No. 02/210 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Arellano, Cristina, y Jonathan Heathcote, 2004, “Dollarization and Financial Integration”, estudio presentado en la reunión de la Society For Economic Dynamics.
- Banco Interamericano de Desarrollo (BID), 2006, *Living with Debt: How to Limit the Risks of Sovereign Finance* (Washington: Banco Interamericano de Desarrollo).
- Banco Mundial, 2005, *Global Development Finance 2005* (Washington: Banco Mundial).
- Bohn, Henning, 1990, “A Positive Theory of Foreign Currency Debt”, *Journal of International Economics*, vol. 29, No. 3–4, págs. 273–92.
- Borensztein, Eduardo, y Paolo Mauro, 2004, “The Case for GDP-Indexed Bonds”, *Economic Policy*, vol. 38 (abril), págs. 165–216.
- Borensztein, Eduardo, Marcos Chamon, Olivier Jeanne, Paolo Mauro y Jeromin Zettelmeyer, 2004, *Sovereign Debt Structure for Crisis Prevention*, IMF Occasional Paper No. 237 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Broner, Fernando A., Guido Lorenzoni y Sergio L. Schmukler, 2005, “Why Do Emerging Economies Borrow Short Term?” (inédito; CREI, Universitat Pompeu Fabra, MIT y Banco Mundial).
- Burnside, Craig, Martin Eichenbaum y Sergio Rebelo, 2001, “Hedging and Financial Fragility in Fixed Exchange Rate Regimes”, *European Economic Review*, vol. 45, No. 7, págs. 1151–93.
- , 2006, “Government Finance in the Wake of Currency Crises”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 53, No. 3, págs. 401–40.
- Bussière, Matthieu, Marcel Fratzcher y Winfried Koeniger, 2004, “Currency Mismatch, Uncertainty, and Debt Maturity Structure”, ECB Working Paper No. 409 (Francfort: Banco Central Europeo).
- Calvo, Guillermo A., 1988, “Servicing the Public Debt: The Role of Expectations”, *American Economic Review*, vol. 78, No. 4, págs. 647–61.
- , Alejandro Izquierdo y Ernesto Talvi, 2003, “Sudden Stops, the Real Exchange Rate, and Fiscal Sustainability: Argentina’s Lessons”, NBER Working Paper No. 9828 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Chamon, Marcos, 2003, “Why Can’t Developing Countries Borrow from Abroad in Their Own Currency?”, Social Science Research Network Electronic Library Working Paper.
- Claessens, Stijn, Daniela Klingebiel y Sergio Schmukler, 2003, “Government Bonds in Domestic and Foreign Currency: The Role of Macroeconomic and Institutional Factors”, CEPR Discussion Paper No. 3789 (Londres: Centre for Economic Policy Research).
- Cowan, Kevin, Eduardo Levy-Yeyati, Ugo Panizza y Federico Sturzenegger, 2006, “Sovereign Debt in the Americas: New Data and Stylized Facts”, IDB Research Department Working Paper 577 (Washington: Banco Interamericano de Desarrollo).
- de la Torre, Augusto, y Sergio Schmukler, 2004, “Coping with Risks through Mismatches: Domestic and International Financial Contracts for Emerging Economies”, *International Finance*, vol. 7, No. 3, págs. 349–90.
- Detragiache, Enrica, y Antonio Spilimbergo, 2001, “Crisis and Liquidity—Evidence and Interpretation”, IMF Working Paper 03/222 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Eichengreen, Barry, Ricardo Hausmann y Ugo Panizza, 2005, “The Pain of Original Sin”, en *Other People’s Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*, Barry Eichengreen y Ricardo Hausmann, compiladores (Chicago: University of Chicago Press).
- Faria, André, y Paolo Mauro, 2004, “Institutions and the External Capital Structure of Countries”, IMF Working Paper 04/236 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Fondo Monetario Internacional (FMI), 2003, “¿Es demasiado grande la deuda pública en los mercados emergentes?”, *Perspectivas de la economía mundial* (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- , 2006, *Global Financial Stability Report* (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- , y Banco Mundial, 2001, *Guidelines for Public Debt Management* (Washington: Fondo Monetario Internacional y Banco Mundial).
- Gelós, R. Gastón, Ratna Sahay y Guido Sandleris, 2004, “Sovereign Borrowing by Developing Countries: What Determines Market Access?”, IMF Working Paper 04/221 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Goldstein, Morris, y Philip Turner, 2004, *Controlling Currency Mismatches in Emerging Markets* (Washington: Instituto de Economía Internacional).

- Hart, Oliver, y John Moore, 1994, "A Theory of Debt Based on the Inalienability of Human Capital", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 109, No. 4, págs. 841–79.
- Hausmann, Ricardo, y Ugo Panizza, 2003, "On the Determinants of Original Sin: An Empirical Investigation", *Journal of International Money and Finance*, vol. 22, No. 6, págs. 957–90.
- Ize, Alain, y Eduardo Levy-Yeyati, 2003, "Financial Dollarization", *Journal of International Economics*, vol. 59, No. 2, págs. 323–47.
- Jaimovich, Dany, y Ugo Panizza, 2006, "Public Debt Around the World: A New Data Set of Central Government Debt", IDB Research Department Working Paper 561 (Washington: Banco Interamericano de Desarrollo).
- Jeanne, Olivier, 2003, "Why Do Emerging Market Economies Borrow in Foreign Currency?", IMF Working Paper 03/177 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- , 2004, "Debt Maturity and the International Financial Architecture", IMF Working Paper 04/137 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- , y Anastasia Guscina, 2006, "Government Debt in Emerging Market Countries: A New Data Set", IMF Working Paper 06/98 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- , y Jeromin Zettelmeyer, 2002, "'Original Sin', Balance Sheet Crises, and the Roles of International Lending", IMF Working Paper 02/234 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Kaufmann, Daniel, Aart Kraay y Massimo Mastruzzi, 2005, "Governance Matters IV: Governance Indicators for 1996–2004", World Bank Policy Research Working Paper No. 3630 (Washington: Banco Mundial).
- Krugman, Paul, 1999, "Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises", en *International Finance and Financial Crises: Essays in Honor of Robert P. Flood, Jr.*, Peter Isard, Assaf Razin y Andrew K. Rose, compiladores (Boston: Kluwer Academic; Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Lima, Juan Manuel, Enrique Montes, Carlos Varela y Johannes Wiegand, 2006, "Sectoral Balance Sheet Mismatches and Macroeconomic Vulnerabilities in Colombia, 1996–2003", IMF Working Paper 06/5 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Mehl, Arnaud, y Julien Reynaud, 2005, "The Determinants of 'Domestic' Original Sin in Emerging Market Economies", ECB Working Paper No. 560 (Francfort: Banco Central Europeo).
- Mendoza, Enrique G., y P. Marcelo Oviedo, 2004, "Fiscal Solvency and Macroeconomic Uncertainty in Emerging Markets: The Tale of the Tormented Insurer" (inédito; Universidad de Maryland y Universidad del Estado de Iowa).
- Missale, Alessandro, 1999, *Public Debt Management* (Oxford: Oxford University Press).
- , y Olivier J. Blanchard, 1994, "The Debt Burden and Debt Maturity", *American Economic Review*, vol. 84, No. 1, págs. 309–19.
- Mussa, Michael, 1986, "Nominal Exchange Rate Regimes and the Behavior of Real Exchange Rates: Evidence and Implications", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 25, págs. 117–214.
- Reinhart, Carmen M., Kenneth S. Rogoff y Miguel A. Savastano, 2003, "Debt Intolerance", *Brookings Papers in Economic Activity*, No. 1, William Brainard y George Perry, compiladores, págs. 1–74.
- Rodrik, Dani, y Andrés Velasco, 1999, "Short-Term Capital Flows", en *Annual World Bank Conference on Development Economics* (Washington: Banco Mundial).
- Rogoff, Kenneth, 1999, "Institutions for Reducing Global Financial Instability", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 13, No. 4, págs. 21–42.
- Rosenberg, Christoph, Ioannis Halikias, Brett House, Christian Keller, Jens Nystedt, Alex Pitt y Brad Setser, 2005, *Debt-Related Vulnerabilities and Financial Crises—An Application of the Balance Sheet Approach to Emerging Market Countries*, IMF Occasional Paper 240 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Schneider, Martin, y Aaron Tornell, 2004, "Balance Sheet Effects, Bailout Guarantees, and Financial Crises", *Review of Economic Studies*, vol. 71, No. 3, págs. 819–913.
- Sturzenegger, Federico, y Jeromin Zettelmeyer, 2006, "A Primer on Sovereign Debt Crises: History, Economics, and Law" (Cambridge, Massachusetts: The MIT Press).
- Tirole, Jean, 2002, *Financial Crises, Liquidity Provision, and the International Monetary System* (Princeton, Nueva Jersey: Princeton University Press).
- , 2003, "Inefficient Foreign Borrowing: A Dual- and Common-Agency Perspective", *American Economic Review*, vol. 93, No. 5, págs. 1678–702.
- Wei, Shang-Jin, 2001, "Domestic Crony Capitalism and International Fickle Capital: Is There a Connection?", *International Finance*, vol. 4, No. 1, págs. 15–45.

V Desarrollo del sector financiero: Mercados de deuda pública

Hemant Shah¹

El desarrollo de los mercados de deuda pública de América Central reviste una importancia crítica para el desarrollo de los mercados de capital en general. Al igual que en muchos mercados emergentes, los mercados de capital centroamericanos están algo subdesarrollados. Existe un vínculo entre los problemas de gestión de la deuda pública y la falta de desarrollo de los mercados de capital. El subdesarrollo de los mercados de capital, sobre todo los que atraen a inversionistas institucionales, restringe el monto y los vencimientos de los fondos que tiene localmente a disposición el gobierno y puede agravar considerablemente el riesgo de refinanciamiento y el riesgo cambiario al gestionar la deuda pública. Al mismo tiempo, la falta de solidez que aqueja a las prácticas de gestión de la deuda —causante de la fragmentación de las emisiones y de la ausencia de una curva de rendimiento de referencia líquida— les dificulta a todos los prestatarios (ya sean empresas u hogares) obtener financiamiento a largo plazo y a los inversionistas institucionales gestionar debidamente los riesgos. El desarrollo general de los mercados de capital constituye un problema complejo

y multifacético que también es necesario abordar, pero como la deuda pública predomina en los mercados de capital centroamericanos es lógico que la mejora de este mercado en particular sea la primera prioridad.

Aun para las economías centroamericanas, que son relativamente pequeñas, es importante desarrollar mercados de deuda pública locales. Los emisores soberanos de las economías más pequeñas se enfrentan a muchos problemas originados por la limitada base de inversionistas, costos de transacción más elevados, un volumen de negociación reducido y economías de escala. El Salvador y Panamá están dolarizados, y otros países muestran un grado considerable de dolarización *de facto*. Una dolarización nacional intensa puede obligar a los emisores —entre ellos los soberanos— a recurrir a la financiación en moneda extranjera para atender una parte considerable de sus necesidades de fondos, y también crear cierta preferencia por los mercados e inversionistas externos más desarrollados. Un país con déficit en cuenta corriente puede verse obligado a atraer capitales del exterior para equilibrar la balanza de pagos. Pero es imposible financiar la deuda externa con moneda extranjera sin correr cierto riesgo de descalce de monedas y salidas repentinas de capital. Conscientes de ese peligro, prácticamente todos los emisores soberanos de la región ya han emprendido programas de emisión interna; desde el punto de vista de la gestión de la deuda soberana, más que abandonarlos convendría fortalecerlos, aun si fuera necesario continuar emitiendo deuda externa.

El desarrollo de un mercado de capitales regional más integrado que incluya la deuda pública supone beneficios y dificultades complejas que exigen un análisis más profundo. Teniendo en cuenta que las economías centroamericanas son pequeñas, la integración de los mercados financieros parecería ofrecer ventajas sustanciales a los inversionistas y a los emisores por igual. Desde el punto de vista de los inversionistas, podría imprimir más eficiencia a la asignación del capital y la diversificación del riesgo. Desde el punto de vista de los emisores, podría ampliar el acceso a los ahorros regionales e infundirle liquidez. Sin embargo, pese a la relativa apertura de las cuentas de capital de la región y de la presencia sustancial de grupos

¹Los estudios de los países en los cuales se basa este capítulo fueron preparados por Andy Jobst, Laura Valderrama e Iván Guerra. Las versiones preliminares de este estudio fueron presentadas al personal técnico de los bancos centrales y los ministerios de Hacienda en una conferencia celebrada en Guatemala en junio de 2006, y luego a altas autoridades en una conferencia que tuvo lugar en la República Dominicana ese mismo mes. Sus comentarios aparecen reflejados aquí. La gran mayoría de los datos y las condiciones de los mercados de deuda pública de América Central son los imperantes a fines de 2005. Además de los numerosos funcionarios del sector público y privado de los siete países estudiados que tan generosamente nos proporcionaron información, deseáramos dejar constancia de nuestro agradecimiento por su valiosa asistencia a Alfredo Blanco, Jorge Barboza, Catiana García Kilroy (Consejo Monetario Centroamericano), Elizabeth Curry (Banco Mundial), Eliot Kalter, Ceyla Pazarbasioglu, Guy Meredith, Dominique Desruelle, Alfred Schipke, Humberto Arbulu-Neira, Ousmene Mandeng, Hunter Monroe, Erik Offerdal, Anthony Pellechio y Parmeshwar Ramlogan. Por los comentarios sobre este capítulo, deseáramos agradecer a Alfred Schipke, Humberto Arbulu-Neira, Francesc Balcells, Alona Cebotari, Ana Lucía Coronel, Luis Cubeddu, Rodrigo Cubero, Vikram Haksar, Geoffrey Heenan, Luis Jácome, Gabriel Lopetegui, Carla Macio, Rodolfo Maino, Rogelio Morales, Marina Moretti, Christian Mulder, Marco Rodríguez, Neil Saker y Wendell Samuel.

financieros regionales², los mercados de deuda soberana (y en un sentido más amplio los mercados de capital) continúan divididos en cuanto a elementos importantes como moneda, solvencia, regulación, restricciones a los inversionistas institucionales internos y ausencia de una bolsa de valores regional. Para avanzar hacia la formación de un mercado regional de deuda soberana se necesita un grado considerable de convergencia y cooperación en términos de las políticas económicas y la regulación de los mercados financieros, y posiblemente la fundación de una bolsa de valores regional o, al menos, de plataformas de negociación regionales. Estos temas merecen un estudio detallado, algo que trasciende el alcance del presente estudio, centrado en la tarea más apremiante de mejorar los diferentes mercados de deuda soberana. Obviamente, varios aspectos del desarrollo de los mercados nacionales de deuda que se abordan en estas páginas —en particular la estandarización de las emisiones— promoverán el dinamismo del mercado regional.

Aunque la formación de un mercado regional integrado no deja de ser un objetivo a más largo plazo, se están logrando avances sustanciales mediante una iniciativa que busca armonizar las normas que rigen los mercados de deuda pública. Como parte de un proyecto del Consejo Monetario Centroamericano respaldado por el Banco Interamericano de Desarrollo, las autoridades de los siete países suscribieron una resolución encaminada a impulsar la adopción de normas comunes para la emisión de deuda pública en toda la región en noviembre de 2003³. El objetivo es promover normas comunes y buenas prácticas en ámbitos tales como la organización del mercado primario, la gestión de la deuda pública, los mercados de dinero y las operaciones de política monetaria, el mercado secundario mayorista de deuda pública, los sistemas de pago y liquidación, las convenciones utilizadas en el cálculo de la deuda pública, la regulación de las inversiones colectivas y los mercados secundarios de deuda pública, y el desarrollo de un mercado mayorista/extrabursátil regional de deuda pública. El programa ha permitido lograr avances importantes hacia el establecimiento de convenciones de mercado y normas de cálculo comunes, la adopción de títulos estandarizados en nuevas emisiones, la formación de un consenso sobre enfoques analíticos y soluciones a problemas comunes, y la capacitación para gestores de deuda. Para seguir pro-

gresando en la puesta en práctica de la resolución de 2003 será necesario un considerable respaldo técnico y político adicional.

En este capítulo se examina el contexto estratégico de la gestión de la deuda pública y el funcionamiento de los mercados primarios y secundarios de deuda pública interna. También se proponen medidas para mejorar su funcionamiento y promover un mercado regional más eficiente⁴.

El sector financiero en América Central

El sector financiero centroamericano está dominado por los bancos, que son los intermediarios financieros más grandes de la región (cuadro 5.1). Guatemala y la República Dominicana tienen niveles de penetración financiera algo bajos, con una relación activos bancarios/PIB de alrededor de 35%–40%. En Costa Rica, El Salvador, Honduras y Nicaragua esa cifra es de 50%–90%, al nivel de otros mercados emergentes o en desarrollo. Panamá, cuya economía está dolarizada y abierta, tiene niveles muy elevados de penetración financiera (250%) gracias a las actividades offshore. El nivel de depósitos de la región ronda el 60%–80% del total de activos, con la excepción de Costa Rica, donde no llega a más de un tercio. En términos generales, el crédito privado representa más o menos la mitad de los activos.

Los mercados de capital, por el contrario, se encuentran subdesarrollados en toda la región. Excepto en Panamá, el número de cotizaciones bursátiles de títulos de renta variable y bonos corporativos no suele alcanzar los dos dígitos, y la relación capitalización de mercado/PIB es bastante baja. Aunque no existen datos exhaustivos, los inversionistas institucionales (fondos de pensiones, fondos mutuos y compañías de seguros) también están subdesarrollados. En algunos países es necesario modernizar sustancialmente las leyes y regulaciones en la materia para sectores importantes como los fondos de pensiones y los fondos mutuos; en otros, hay que instituirlos desde cero. En todos los casos, estas instituciones intermedian un porcentaje relativamente pequeño de los ahorros nacionales. Por lo tanto, los principales inversionistas en títulos públicos son bancos comerciales y entidades del sector público, como fondos de pensiones.

Varios factores obstaculizan la emisión de títulos corporativos. Las principales empresas de América Central

²En un estudio de 2006 del FMI, titulado *Central America: Structural Foundations of Regional Financial Integration* y preparado por un equipo a cargo de Patricia Brenner, se analizan los aspectos de la integración regional vinculados a la supervisión unificada, el sector de los seguros y los sistemas de pago y liquidación bursátil.

³Véanse Consejo Monetario Centroamericano, Secretaría Ejecutiva, Resolución CMCA/CMH-RE-02/11/03, “Aprobación de los Estándares para la Armonización de los Mercados de Deuda Pública”, noviembre de 2003, y los balances de situación, en http://www.secmca.org/Proyectos_DeudaPublica.htm.

⁴El Banco Mundial ha estudiado más a fondo la gestión de la deuda tanto desde el ángulo institucional como desde el ángulo de los mercados en Guatemala, Costa Rica y Nicaragua. El Consejo Monetario Centroamericano y el Banco Interamericano de Desarrollo, por su parte, han abogado por la armonización de las normas técnicas aplicadas a la emisión de deuda pública, han efectuado análisis de diagnóstico y han brindado asistencia técnica; muchas de esas actividades han contribuido al estudio presentado en este capítulo.

Cuadro 5.1. Estructura del sistema financiero

País	Costa Rica	Rep. Dom.	El Salvador	Guatemala	Honduras	Nicaragua	Panamá
Instituciones financieras							
	(Número)						
Bancos							
Oficiales	3	2	2	1	2	1	2
De propiedad mayoritariamente nacional	12	9	9	26	9	6	17
De propiedad mayoritariamente extranjera	0	3	3	1	7	1	22
Sucursales de bancos extranjeros	0	n.d.	2	n.d.	2	n.d.	31
Compañías de seguros	1	n.d.	17	18	10	5	18
Instituciones de inversión colectiva	31	7	5	35	6	n.d.	18
Conglomerados financieros	22	n.d.	9	16	9	n.d.	n.d.
Indicadores del sistema financiero							
	(Millones de dólares de EE.UU.)						
Activos bancarios	13.037	10.009	10.709	11.653	6.990	2.601	36.225
Total de depósitos en el sistema bancario	4.167	8.144	6.612	8.830	4.285	2.026	25.118
Depósitos (porcentaje de los activos)	32,0	81,4	61,7	75,8	61,3	76,9	69,3
Crédito privado	6.784	4.393	7.027	6.344	3.405	1.107*	1.918
Activos del sector de los seguros	n.d.	n.d.	353	410	272	93	107*
Fondos mutuos (activos gestionados)	1.400*	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	527
Fondos de pensiones (activos gestionados)	1.076*	880	2.600	n.d.	n.d.	n.d.	72
Volumen de negociación	34.585	7	7.511	24.518	2.039	153	1.681
Emisión primaria	5.229	6	665	8.150	0	11	1.227
Mercado secundario	29.356	1	6.846	16.368	2.034	142	454
Volumen de operaciones de reporto	19.528	0	5.227	16.109	0	34	23
	(Porcentaje del PIB)						
Activos bancarios	66,7	34,1	63,1	36,3	83,6	50,9	234,2
Crédito privado	34,7	15,0	41,4	19,8	40,7	21,7	141,7
Compañías de seguros	n.d.*	n.a.	2,1	1,3	3,2	1,8	0,7
Fondos mutuos (activos gestionados)	7,2*	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3,4
Fondos de pensiones (activos gestionados)	5,5*	3,0	15,3	n.a.	n.a.	n.a.	0,5
Volumen de negociación	176,8	0,1	44,2	76,3	24,4	3,0	10,9
Volumen de operaciones de reporto	99,8	0,0	30,8	50,2	0,0	0,7	0,2
Partidas informativas							
PIB (millones de dólares de EE.UU.)	19.559	29.333	16.974	32.119	8.365	5.105	15.467
Tipo de cambio (moneda local a dólares de EE.UU.)	497,71	34,70	1,00	7,63	18,90	17,15	1,00

Fuente: Estimaciones del FMI en base a fuentes oficiales.

Nota: Los datos son de diciembre de 2005 a menos que lleven un asterisco, en cuyo caso son de diciembre de 2004.

suelen ser de propiedad familiar y la renuencia a ceder un control aunque sea minoritario, o a cumplir con extensas normas de transparencia y divulgación de información, parece ser el escollo más grande. Según datos anecdóticos, a la gran mayoría de las empresas locales que nece-

sitan un financiamiento inferior a US\$10 millones les resulta más barato recurrir a los bancos, en tanto que las empresas más grandes que buscan recaudar entre US\$25 millones y US\$50 millones se vuelcan al exterior. Por lo tanto, los mercados de bonos internos satisfacen una

gama relativamente estrecha de necesidades de financiamiento. La preferencia por los préstamos bancarios se explica porque no hay tantas exigencias de divulgación, y generalmente dichas exigencias son privadas, y no públicas. Esta situación se ha visto empeorada a veces por un exceso cíclico de liquidez en el sistema bancario que hace bajar las tasas activas. En algunos casos, los cargos que cobran los agentes y las bolsas, y los procedimientos que imponen las bolsas, también desalientan la emisión de deuda corporativa o títulos de renta variable. Los títulos garantizados con hipotecas o con activos aún no se negocian en estos mercados. Si bien el sector financiero privado ha emitido algunos bonos, esta actividad se ve limitada también por la liquidez relativamente abundante de muchos sistemas bancarios de la región.

Por lo tanto, la emisión de deuda pública continúa predominando en los mercados de capital centroamericanos. Los de Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua y la República Dominicana consisten casi en su totalidad de instrumentos de deuda pública, que también ocupan el lugar más destacado en Panamá (véase el capítulo IV). Aun así, los problemas de fragmentación de las emisiones de deuda interna y el gran volumen de deuda pública no negociable muestran que los mercados de deuda pública interna sufren una escasez de negociación y liquidez.

Organización de la gestión de la deuda pública

Ninguno de los países de la región ha elaborado todavía una estrategia clara de gestión de la deuda que articule la función que desempeñan a largo plazo los mercados internos, las monedas nacionales y los inversionistas residentes en el financiamiento de la deuda pública. Muchos países son extremadamente dependientes de las fuentes externas o del financiamiento en moneda extranjera y no tienen una visión clara de la función estratégica de la moneda local y de los inversionistas residentes en el financiamiento de la deuda pública, ni de las metas en cuanto al monto de las emisiones en moneda nacional, ni del tenor hasta el cual el emisor soberano preferiría llevar la curva de rendimiento. A falta de una estrategia bien formulada, las decisiones sobre emisión de deuda interna se toman de manera poco organizada. Hay escaso diálogo sistemático entre emisores e inversionistas sobre los objetivos a mediano plazo que se han fijado aquellos y los problemas que enfrentan estos.

Es necesario fortalecer sustancialmente la capacidad de las unidades de gestión de la deuda en América Central, que en su mayoría son resultado de la evolución de oficinas de control y registro tradicionales. Por lo general, tienen una oficina operacional no muy sólida y carecen de una oficina de análisis y gestión de riesgo claramente delimitada. Tampoco suelen tener un pro-

grama de relaciones con los inversionistas a través del cual se celebren reuniones periódicas con ellos y con las instituciones más importantes a fin de tomar conocimiento de las impresiones del mercado o resolver problemas vinculados a la emisión de deuda pública. No obstante, el personal de estas unidades es consciente de la necesidad de estandarizar las emisiones, facilitar la negociación en el mercado secundario y extender la curva de rendimiento. Asimismo, se reúne regularmente a nivel regional para debatir estas cuestiones como parte del programa de armonización lanzado por el Consejo Monetario Centroamericano.

En términos generales, la función de gestión de la deuda no se propone debidamente llevar a cabo una gestión del saldo de deuda existente. Excepto en el caso de Panamá y, en cierta medida, Costa Rica, los gestores de deuda se concentran más que nada en satisfacer las necesidades de financiamiento corrientes, y en segundo lugar se ocupan de estandarizar las emisiones futuras o extender el vencimiento de la curva de rendimiento. La mayor parte de las unidades tiene limitada capacidad para llevar a cabo la tarea más compleja de gestionar el saldo global de la deuda interna existente. Este aspecto reviste especial importancia teniendo en cuenta la elevada relación deuda/PIB de muchos países y el considerable saldo de deuda interna no estandarizada y no negociable que requiere reestructuración.

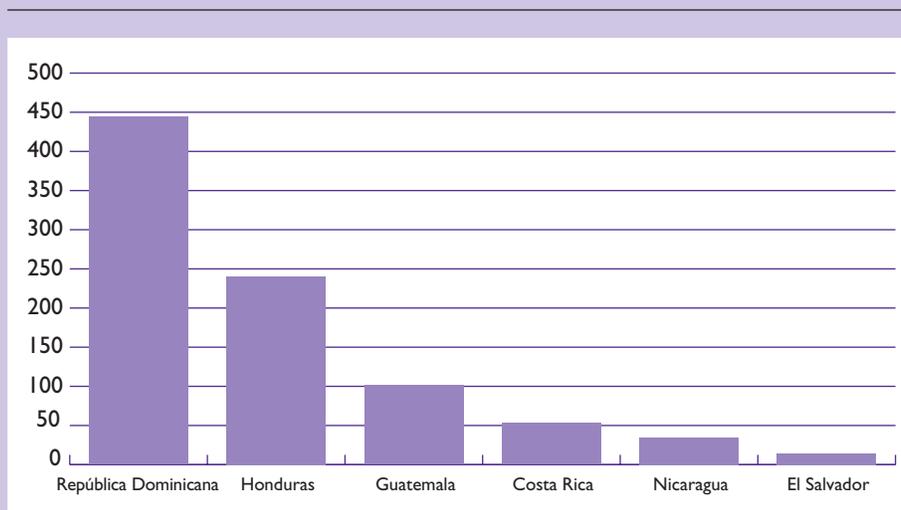
Coordinar las emisiones de deuda del Estado soberano y del banco central no es tarea fácil. En muchos sentidos, los problemas de gestión de la deuda de las economías centroamericanas más pequeñas son más complejos que los que enfrentan los mercados emergentes más grandes. Una dificultad surge de las sustanciales emisiones de deuda del banco central que exigen una coordinación detallada con el ministerio de Hacienda. Aunque existe normalmente cierto grado de coordinación, por lo general no va más allá de aspectos operacionales como el calendario de emisión, la estandarización de los instrumentos y la logística de las subastas.

En varios países se plantean problemas entre la legislatura y la administración a causa de la estructura de autoridad y responsabilidad. Primero, a veces existe una falta de suficiente claridad o autoridad para llevar a cabo las operaciones de gestión de la deuda. En Honduras, la República Dominicana y, en menor medida, Nicaragua, la emisión se autoriza de acuerdo con leyes algo restrictivas que definen los parámetros operacionales pero que pueden chocar con las condiciones imperantes en el mercado, lo cual les deja a los gestores un margen de discreción limitado⁵. Segundo, en la

⁵En Honduras, el congreso dispuso que los bonos de una empresa pública de electricidad debían emitirse a tasas de interés inferiores a las de mercado, lo que provocó el fracaso de la emisión. En la República Dominicana, cada contrato de deuda debe recibir autorización parlamentaria.

Gráfico 5.1. Deuda interna del banco central/deuda interna del gobierno; 2005

(Porcentaje)



mayoría de los países los gestores de deuda no están autorizados a realizar operaciones generales de gestión de pasivos que vayan más allá del financiamiento de las necesidades de tesorería corrientes. Tercero, como gran parte de la deuda no estandarizada se emite a través de leyes específicas, su reestructuración probablemente exija más que la simple autoridad general para financiar el gobierno o realizar operaciones de gestión de pasivos. Por último, no es común el traslado de las pérdidas del banco central al gobierno, e implica a su vez una intervención considerable de la legislatura.

Estos problemas están reflejados en las diferencias de acceso al mercado interno y externo. Varios países gozan de acceso a los mercados de bonos externos y, a través de ellos, al asesoramiento de aseguradores de emisiones y otros expertos internacionales. A menudo existe una marcada distinción entre el éxito que cosechan en los mercados externos y sus intentos en los mercados internos. Por ejemplo, Panamá, que posiblemente tenga el sector financiero nacional más desarrollado de la región, logró sin grandes problemas emitir eurobonos a escala mundial y organizar un canje mundial de bonos por un valor de US\$980 millones en enero de 2006, como parte del cual emitió bonos a 30 años. Al mismo tiempo, está recortando su programa de emisiones internas a mediano plazo. Un caso parecido es el de la República Dominicana, que en marzo de 2006 emitió eurobonos a 20 años por \$300 millones con el cupón más bajo de la historia del país y un exceso de suscripción de 3,3 veces. Sin embargo, la República

Dominicana no ha realizado ni siquiera una emisión de deuda “regular” en el mercado interno.

Dos emisores de deuda soberana: El gobierno y el banco central

Una de las complicaciones de la emisión de deuda pública es la presencia simultánea —transformada a menudo en competencia— del Estado soberano y del banco central como emisores de deuda pública. En una situación ideal, el único emisor de deuda pública sería el Estado soberano, y el banco central utilizaría instrumentos de esa deuda para llevar a cabo las operaciones de mercado abierto necesarias para la conducción de la política monetaria. Con la excepción de Panamá, los bancos centrales de los cinco países (Costa Rica, El Salvador, Honduras, Nicaragua y la República Dominicana) han acumulado déficits sustanciales a causa de crisis financieras, rescates del sistema financiero e incluso operaciones normales del banco central. Eso significa que el banco central es un emisor frecuente de deuda a nombre propio. Por ejemplo, en la República Dominicana el saldo de la deuda interna del banco central es más o menos cinco veces y media mayor que el del gobierno (gráfico 5.1). Además, como el grueso de la deuda del gobierno no se emite en forma de títulos, el saldo de los títulos del banco central en circulación es aproximadamente 17 veces mayor que el saldo de los títulos del gobierno. Tanto en Honduras como en Nicaragua, el banco central es un emisor mucho más

grande, mientras que en El Salvador y Costa Rica emite un cuarto o la mitad de lo que emite el gobierno. La magnitud de la emisión de los bancos centrales, sumada a la frecuencia de las emisiones y a la concentración en vencimientos a corto plazo por parte de ambos emisores, origina una serie de problemas.

Primero y principalmente, el hecho de que un banco central emita títulos de deuda para financiar sus propias operaciones compromete las operaciones de política monetaria. La constante necesidad del banco central de emitir deuda para financiar sus propias operaciones o refinanciar deuda vencida puede hacer dudar al mercado de la capacidad de la institución para dirigir la política monetaria siguiendo los objetivos de estabilidad de precios y seleccionando los instrumentos y la trayectoria de las tasas de interés que más convengan⁶. Aunque este capítulo no aborda esos aspectos de la política monetaria, esta quizá sea la razón más importante para recapitalizar el banco central hasta que disponga de una masa de instrumentos de deuda pública adecuados para conducir las operaciones de mercado abierto.

Las emisiones voluminosas y simultáneas del banco central también representan una carga considerable para la coordinación de la emisión de deuda pública. Aunque las autoridades competentes de los países de la región parecen dispuestas a cooperar de manera eficaz, la necesidad de extensas coordinaciones sobre el calendario de emisión, la delimitación de los vencimientos, las condiciones de emisión, la elegibilidad de los emisores, las plataformas de emisión y negociación y el desenvolvimiento de las subastas añaden numerosos estratos de complejidad, en comparación con un país en el cual el gobierno es el único emisor y el banco central es, en el mejor de los casos, un agente fiscal. En muchos países hay diferencias en el nivel de conocimientos técnicos, de familiaridad con las convenciones del mercado y, en algunos casos, de escala de sueldos entre el personal del banco central y del ministerio de Hacienda que se encarga de la emisión de la deuda; por lo general, este último está en situación de inferioridad. A menudo hay también diferencias en los regímenes de emisión de las dos instituciones, y la necesidad lógica de armonizarlos —incluso cuando se hace algo al respecto— frena la adopción de innovaciones deseables. Por ejemplo, aunque el Ministerio de Finanzas Públicas de Guatemala podría emitir instrumentos estandarizados (con igual cupón), la emisión ha quedado postergada hasta que el banco central pueda emitir instrumentos estandarizados parecidos, lo cual plantea dificultades jurídicas algo más espinosas.

⁶Ahora bien, el refinanciamiento de la deuda para financiar pérdidas acumuladas es más problemático que, por ejemplo, la emisión de deuda para absorber un exceso de liquidez y engrosar las reservas, ya que en este último caso el riesgo de refinanciamiento queda mitigado por la presencia de las reservas.

El considerable volumen de emisión de los bancos centrales da lugar a un riesgo de refinanciamiento potencialmente grave y a una orientación cortoplacista de la deuda pública en el mercado. Para las operaciones monetarias, los bancos centrales prefieren la emisión a corto plazo. Esa preferencia suele manifestarse a la hora de financiar los déficits cuasifiscales que el gobierno no les compensa con rapidez o en su totalidad (causa fundamental por la cual los bancos centrales de la región emiten deuda). Descapitalizados, los bancos centrales por lo general sufren limitaciones de recursos y son reacios a emitir deuda a más largo plazo que, en igualdad de circunstancias, implica tasas de interés más elevadas y por lo tanto déficits más profundos. Generalmente, para las autoridades soberanas también es conveniente que los bancos centrales no emitan deuda a más largo plazo, ya que ellas mismas se inclinan por esos vencimientos y prefieren evitar la competencia.

La resolución de las pérdidas acumuladas por el banco central suele ser dilatada e ineficiente. En muchos países, las autoridades son conscientes de la necesidad de recapitalizar la institución y trasladar sus pérdidas a las cuentas fiscales. Pero ese proceso no es sencillo, dados los factores políticos en juego, el nivel del déficit público y las aristas legislativas. En consecuencia, los traslados quedan postergados, a veces indefinidamente. En algunos casos aún se efectúan a título extraordinario; por ejemplo, en la República Dominicana la primera emisión de bonos de recapitalización fue aprobada para 2005⁷. Incluso en los países en que los traslados son hoy más rutinarios (como Costa Rica, Guatemala y Honduras) y las pérdidas supuestamente deben trasladarse todos los años, el proceso contable y legislativo para determinar efectivamente las pérdidas del banco central y autorizar la emisión de bonos públicos lleva uno o dos años. Como la recapitalización exige un esfuerzo legislativo considerable, una recapitalización parcial que no elimina futuras pérdidas operacionales contribuye a que un problema difícil se perpetúe.

Cuando llega a concretarse, la recapitalización de los bancos centrales es, en la mayoría de los casos, más aparente que real. Por lo general, los bonos de recapitalización tienen vencimientos excepcionalmente largos, entre 25 y 100 años, con tasas de interés cero o inferiores a las de mercado. En valor presente, esto significa que la recapitalización efectiva está muy por debajo del valor facial del bono. Por ejemplo, el bono de recapitalización que emitió Guatemala en 2005 para cubrir pérdidas de 2003 tenía un vencimiento a 30 años y un cupón de 3,87%, muy por debajo de la tasa de 9,6% de los bonos a 10 años emitidos durante ese mismo período. Otro bono con el que se espera cubrir las pérdidas del banco central durante el período 1982–2002 podría estar aún

⁷En 2006, las autoridades del país elaboraron un plan exhaustivo de recapitalización del banco central que será elevado al Congreso en 2007.

más divorciado de las condiciones de mercado: un vencimiento a 100 años y una tasa de interés de cero, con lo cual el valor presente equivale aproximadamente al 1% del valor facial. Honduras cubrió las pérdidas que sufrió el banco central en 2003 mediante un bono a 50 años con una tasa de interés cero, y las de 2004 mediante un bono a 25 años del cual apenas un décimo paga la tasa de interés vigente en el mercado.

En la práctica, la recapitalización parcial con bonos muy descontados puede inflar el nivel *nominal* de la deuda pública y crear incentivos débiles para frenar el déficit público en el futuro. Es conveniente realizar una capitalización positiva del banco central para que el Estado soberano reconozca plenamente las pérdidas y para que el banco central conserve la independencia⁸. La estrategia actual de recapitalizar los bancos centrales emitiendo bonos cupón cero o muy descontados no solo fracasa a la hora de reducir debidamente las futuras pérdidas de estas instituciones sino que también exagera la relación deuda nominal/PIB —que tanto se utiliza como referencia— en comparación con la que se registraría si los bonos pagaran las tasas de interés vigentes en el mercado⁹. La consiguiente reducción de los pagos futuros en concepto de intereses probablemente debilite la disciplina fiscal.

La emisión de títulos de deuda con fuerte descuento al banco central ha creado una considerable masa de deuda no estandarizada y no negociable que le resta liquidez al mercado de bonos públicos. Esa deuda rara vez se negocia porque los vencimientos son excepcionalmente prolongados, no existen parámetros de referencia de rendimiento líquido con esos vencimientos y, sobre todo, el banco central tiene incentivos para no reconocer las cuantiosas pérdidas de capital que sufriría si vendiera esos instrumentos.

Esta división entre dos emisores de deuda soberana es una traba para la expansión de emisiones de referencia y reduce la liquidez. Los mercados de deuda soberana centroamericanos son pequeños y el mercado de vencimientos a más largo plazo aún no está suficientemente desarrollado. La liquidez de la mayor parte de los bonos está vinculada al volumen de cada emisión de títulos negociables y a la masa agregada de títulos negociables. Como existen dos emisores de deuda soberana y como la deuda que se les emite a los bancos centrales es

no negociable, la mayoría de las emisiones no pueden alcanzar el volumen necesario para servir de referencia líquida, y el mercado pierde liquidez. Estos factores también son, en términos generales, perjudiciales para la formación de una curva de rendimiento a largo plazo y la expansión de la base de inversionistas, sobre todo los extranjeros que invierten en emisiones locales.

Emisión primaria de deuda pública

La emisión primaria de deuda es problemática en toda América Central. Pese al avance del proyecto de armonización, persisten numerosos problemas: mecanismos de emisión deficientes, emisión de deuda no estandarizada, fragmentación de las emisiones y debilidades en la organización de las subastas.

Mecanismos de emisión

Varios países utilizan múltiples mecanismos de emisión, lo cual les resta volumen, liquidez y competitividad a las subastas. Después de las subastas ordinarias, varios emisores (Costa Rica, Guatemala, la República Dominicana) abren también ventanillas (cuadro 5.2) en el banco central o el ministerio de Hacienda¹⁰. La presencia de esas ventanillas durante largos períodos drena liquidez de las subastas propiamente dichas y complica las estrategias de oferta y aceptación de los inversionistas y los emisores, respectivamente. En la República Dominicana, la ventana crea una segmentación adicional del mercado: sus tasas de interés fijas no se guían mucho por la subasta previa ni por los precios corrientes del mercado secundario, la ventana está abierta únicamente a los inversionistas minoristas y los vencimientos son más largos que los ofrecidos en subasta. Los títulos emitidos a través de estas ventanas suelen ser no estandarizados y no negociables. Es interesante señalar que el Ministerio de Hacienda de Costa Rica aprovecha las restricciones estatutarias que pesan sobre las entidades del sector público no financiero y emite deuda pública fuera de las subastas competitivas con rendimientos y vencimientos “negociados” inferiores a los de mercado, lo cual representa una fuente más de deuda no estandarizada.

En América Central no existen sistemas de agentes para el mercado primario, aunque los emisores a menudo recurren a corredores y bolsas para las subastas primarias. Ninguno de estos países utiliza un verdadero sistema de agentes primarios que tengan la obligación clara de crear mercado. Los corredores y los agentes tampoco pueden desempeñar muchas de las funciones que les incumben a los agentes primarios en mercados

⁸Pero muchas veces este nivel de capitalización puede resultar excesivo si lo único que se busca es eliminar futuras pérdidas en el banco central. Como los bancos centrales no siempre pagan tasas de interés de mercado por todos sus pasivos (debido al encaje legal), el nivel de recapitalización necesario para eliminar futuros déficits puede ser más bajo que el que implica la transferencia total de las pérdidas acumuladas.

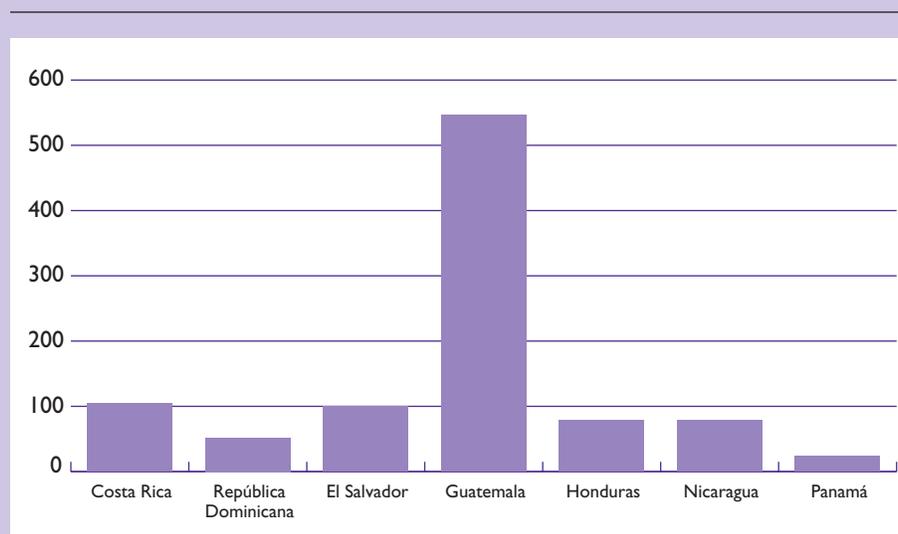
⁹Aunque el verdadero valor de la deuda pública neta del banco central y del gobierno no cambia, el aumento de la relación deuda nominal/PIB puede agudizar la falta de transparencia de la deuda pública y, posiblemente, el costo de la deuda pública y los problemas de acceso.

¹⁰A menudo esas ventanas sirven para ofertas no competitivas, aunque el aspecto en el que hacemos hincapié aquí no es ese, sino el hecho de que están separadas de las subastas regulares.

Cuadro 5.2. Títulos emitidos por el ministerio de Hacienda y el banco central

	Frecuencia de la subasta	Tipos de título ofrecidos en cada subasta	Cantidad de subastas programadas	Cantidad de subastas realizadas	Monto promedio de emisión de la subasta (US\$)	Monto mediano de emisión de la subasta (US\$)
Costa Rica						
Gobierno/Ministerio de Hacienda						
Títulos de Propiedad (TP), cupón cero	Quincenal	1	26	7	37,6	18,8
Títulos de Propiedad (TP), tasa fija	Quincenal	1	26	21	28,7	22,5
Banco Central						
Bonos de Estabilización Monetaria (BEM), tasa fija	Quincenal	1	26	9	93,2	84,8
Bonos de Estabilización Monetaria (BEM), cupón cero	Quincenal	1	26	18	38,9	24,7
El Salvador						
Gobierno/Ministerio de Hacienda						
Letras del Tesoro (LETES)	Quincenal	3	24	31	2,0	0,9
Bonos del Estado	Mensual	2	24	1	35,5	35,5
Banco Central de Reserva						
Certificados Negociables de Liquidez (CENELI)	Semanal	5	52	22	3,4	1,7
Guatemala						
Gobierno/Ministerio de Finanzas Públicas						
Certificado Representativo de Bonos del Tesoro	Quincenal	3	26	24	24,0	17,1
Banco de Guatemala						
Certificados de Depósito a Plazo	3-5/semanas	3	156-260	155	6,3	5,7
Certificados de Depósito a Plazo	Diaría	3	260	247	0,1	0,1
Honduras						
Gobierno/Secretaría de Finanzas	Quincenal	4	26	17	3,0	3,0
Banco Central	Semanal	5	52	37	16,0	14,4
Nicaragua						
Gobierno/Ministerio de Hacienda y Crédito Público						
Bonos	Quincenal	1	26	3	3,5	1,0
Banco Central						
Letras	Semanal	3	52	49	2,2	1,9
Panamá						
Gobierno/Ministerio de Economía y Finanzas						
Notas	Mensual	1	12	12	32,0	25,0
Letras	Mensual	1	12	9	17,0	19,0
República Dominicana						
Banco Central	Semanal	2	52	52	35,1	32,9

Fuentes: Bancos centrales y ministerios de Hacienda.

Gráfico 5.2. Posibles subastas de títulos de deuda por año*(Cantidad)*

más grandes de títulos del gobierno. Sin embargo, como tradicionalmente predominan los corredores de bolsa (que en el caso de los más grandes suelen estar afiliados a bancos importantes), muchos países emplean un proceso algo inusual para emitir deuda pública y recurren a corredores y bolsas para realizar la subasta. La organización varía mucho de un país a otro. En Panamá, todas las subastas se llevan a cabo obligatoriamente a través de corredores de bolsa. En Costa Rica, los bancos pueden participar directamente en la subasta, pero otros inversionistas deben presentar ofertas por intermedio de corredores, abonando la comisión correspondiente. En El Salvador, las subastas del Ministerio de Hacienda están abiertas no solo a los corredores sino también a otros inversionistas autorizados, entre los cuales se cuentan bancos nacionales y extranjeros, en tanto que las subastas del banco central están abiertas únicamente a corredores. A nivel general es difícil argumentar que los corredores aportan valor agregado a las subastas primarias, sobre todo en el caso de los inversionistas institucionales. Como los bancos suelen ofrecer sus propios servicios de corretaje, grupalmente tienden a ser bastante neutrales en cuanto a la exclusividad de derechos de los corredores y a las comisiones que cobran; las principales objeciones a este monopolio provienen de los fondos de pensiones.

Emisión de deuda no estandarizada

La emisión de deuda “no estandarizada” sin características que faciliten la negociación ha disminuido, pero no ha desaparecido. Además de las emisiones realizadas en operaciones irregulares (compensación por

la nacionalización de propiedades, pagos a proveedores por cuentas en mora, emisiones a los bancos centrales en condiciones alejadas de las vigentes en el mercado), varios países emiten deuda en montos y a tasas de interés fijados específicamente para cada tenedor (como depósitos bancarios a plazo) en lugar de instrumentos estandarizados, o bien emiten instrumentos físicos (no desmaterializados). Estos dos son problemas que aborda directamente el proyecto de armonización del Consejo Monetario Centroamericano. Aunque todos los países han acordado comenzar a estandarizar las emisiones, la República Dominicana, Costa Rica, El Salvador, Guatemala y Nicaragua hasta el momento continúan emitiendo periódicamente títulos no estandarizados. Además, todos los bonos de recapitalización que el gobierno le ha emitido o proyecta emitirle al banco central en la República Dominicana, Costa Rica, Guatemala, Honduras y Nicaragua siguen siendo no estandarizados.

Fragmentación de la emisión de deuda pública

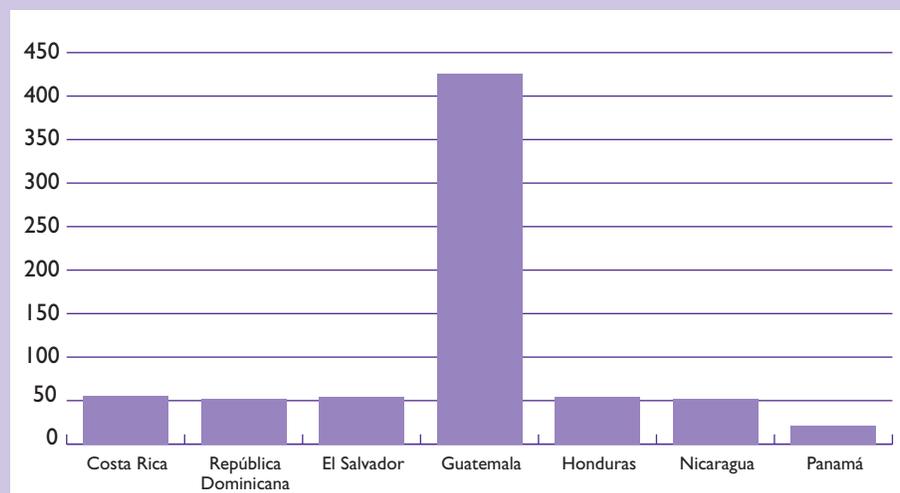
Pese a su volumen relativamente pequeño, las emisiones internas de deuda pública están sumamente fragmentadas en toda América Central, por una variedad de razones (cuadro 5.3). En primer lugar, como ya se ha señalado, en cinco países las emisiones las realizan el Estado soberano y el banco central. En segundo lugar, las emisiones son muy frecuentes: todos los países celebran subastas semanales o quincenales, excepto Panamá, donde son mensuales (gráficos 5.2 y 5.3). Aunque muchas emisiones se vuelven a abrir y se consolidan, no está claro cuánto termina siendo el volumen total. En

Cuadro 5.3. Mecanismos de subasta de títulos de deuda pública

	Mecanismo de subasta			Títulos emitidos			Emisión primaria con cotización en bolsa
	Subasta competitiva	Con ofertas no competitivas	Con ventanilla posterior a la subasta	Estandarizados	Desmatematizados	Con colocación directa al acreedor	
Costa Rica							
MH	No	—	No	No	No	Sí	No
MH	Sí	Sí	No	Sí	Sí	No	Sí
MH	Sí	Sí	No	Sí	Sí	No	Sí
MH	No	—	No	Sí	Sí	No	Sí
MH	Sí	No	No	No	Sí	No	No
MH	Sí	No	No	No	Sí	No	No
MH	No	—	No	No	No	Sí	No
BC	No	—	Sí	No	No	Sí	No
BC	Si/No	—	Sí	Si/No	Si/No	Si/No	Si/No
BC	Sí	No	No	Sí	Sí	Sí	Sí
El Salvador							
MH	Sí	No	No	Sí	Sí	No	Sí
MH	Sí	No	No	Sí	Sí	No	Sí
CB	Sí	No	No	No	Sí	No	Sí
Guatemala							
MFP	Sí	Sí	Sí	No	No	No	Sí
BC	Sí	No	Sí	No	No	No	Sí
Honduras							
SF	Sí	Sí	No	Sí	Sí	No	Sí
SF	Sí	Sí	No	Sí	Sí	No	No
BC	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	No	Sí
BC	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	No	Sí
Nicaragua							
MHCP	D	No	No	No (S)	No	Sí	No
MHCP	Sí	No	No	Sí	Sí	No	No
MHCP	Sí	No	No	Sí	Sí	No	No
BC	Sí	No	No	Sí	Sí	No	No
BC	Sí	No	No	Sí	Sí	No	No
BC	D	No	No	No	No	Sí	No
BC	D	No	No	No	No	Sí	No
Panamá							
MH	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
MH	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
República Dominicana							
BC	No	—	Sí	Sí	Sí	Sí	No
BC	Sí	Sí	No	No	No	No	No
BC	Sí	Sí	No	Sí	Sí	Sí	No
BC	Sí	No	No	No	No	No	No
BC	Sí	No	No	Sí	Sí	Sí	No

Fuentes: Bancos centrales y ministerios de Hacienda.
 1 La subasta es competitiva si se trata de BEM de cupón cero y tasa fija denominados en moneda local, y no competitiva si son de tasa variable y están denominados en dólares de EE.UU.
 2 Parcialmente estandarizados.

Gráfico 5.3. Subastas de títulos de deuda efectivamente realizadas por año
(Cantidad)



tercer lugar, los emisores de deuda pública intentan emitir con un gran número de vencimientos, en relación con la emisión interna total. En cuarto lugar, algunos de los emisores no dolarizados (por ejemplo, Nicaragua) emiten deuda en moneda nacional que no basta para satisfacer por completo las necesidades de financiamiento, y aunque están procurando desarrollar un mercado en moneda nacional se ven obligados a dividir las emisiones locales en diferentes monedas. Por último, la emisión de deuda no estandarizada con diferentes tasas de interés (en lugar de diferentes precios) a los adjudicatarios obviamente produce extrema fragmentación.

Organización de las subastas

En la región entera los inversionistas se quejan de las deficiencias de información sobre las subastas primarias. Como parte de la iniciativa de armonización, ahora todos los países dan a conocer por adelantado el calendario de subastas de ambos emisores. Aun así, el anuncio general sobre el calendario anual es bastante vago y los montos ofrecidos usualmente se anuncian apenas una semana antes de la subasta. Existe considerable incertidumbre en cuanto al volumen de emisión, ya que en algunos países (como Costa Rica y Honduras) el gobierno y el banco central a menudo emiten conjuntamente el mismo instrumento. Las reglas de asignación no siempre están del todo formalizadas y a veces parecen opacas tanto para los inversionistas como para los emisores. Los inversionistas no siempre saben con seguridad cuál es el emisor cuyos títulos se les adjudicarán —un problema que dista de ser trivial en un mercado donde hay diferencias de

precios— ni qué volumen terminará teniendo una determinada emisión de bonos.

La emisión fragmentada y frecuente de pequeños volúmenes de deuda parece responder en parte al deseo de los emisores de captar sistemáticamente las ofertas más generosas o de forzar la baja del rendimiento. Los emisores se quejan siempre de que el mercado no es suficientemente competitivo y de que los inversionistas internos, sobre todo los del sector privado, “le cobran de más” al gobierno. Hay también una renuencia general por parte de los emisores a subastar volúmenes más grandes o a limitar la emisión al volumen anunciado una vez que las subastas están completamente suscritas. Algunas de las ofertas más elevadas suelen ser de bancos que están atravesando una etapa de fuerte liquidez o de fondos de pensiones que, por razones regulatorias, deben volcar gran parte de sus inversiones en títulos del gobierno. Esto origina de vez en cuando ofertas que los demás participantes en el mercado consideran poco representativas del abanico total de inversionistas. Los gestores de deuda que carecen de suficiente autoridad y de una estrategia clara para desarrollar un mercado interno y una base de inversionistas tienen menos problema en defender una emisión pequeña o un amplio rechazo que una tasa de interés más alta.

Aunque esa actitud puede ser válida en cierta medida, no tiene en cuenta el hecho de que los inversionistas terminarán incorporando a sus cálculos ese comportamiento defensivo de los emisores y ajustarán las ofertas en consecuencia. Es posible colocar volúmenes más pequeños con rendimientos aparentemente más bajos de vez en cuando; pero, a menos que se reduzca el

Cuadro 5.4. Mercado secundario de títulos nacionales de renta fija

(Millones de dólares de EE.UU., 2005)

	Deuda pública		Deuda privada	Compraventa de acciones	Otros	Total
	Compraventa	Reporto				
Costa Rica						
Volumen de negociación	4.881	19.528	–	28	4.919	29.356
Como porcentaje del PIB	25,0	99,8	–	0,1	25,2	
El Salvador						
Volumen de negociación	407	5.227	408	80	724	6.846
Como porcentaje del PIB	2,4	30,9	2,4	0,5	–	
Guatemala						
Volumen de negociación	259	16.109	–	–	–	16.368
Como porcentaje del PIB	0,9	58,9	–	–	–	
Honduras						
Volumen de negociación	2.034	–	–	–	–	2.034
Como porcentaje del PIB	25,5	–	–	–	–	
Nicaragua						
Volumen de negociación	108	34	–	–	–	142
Como porcentaje del PIB	2,1	0,7	–	–	–	2,8
Panamá						
Volumen de negociación	120	23	74	203	34	454
Como porcentaje del PIB	0,8	0,2	0,5	1,3	0,2	2,9
República Dominicana						
Volumen de negociación	–	–	0,8	–	–	0,8
Como porcentaje del PIB	–	–	0,0	–	–	

Fuente: Bolsas de valores nacionales.

volumen global de la emisión soberana e interna, el mero hecho de emitir menos títulos en subastas separadas no logrará bajar la tasa de interés a largo plazo. Además, como las emisiones más pequeñas son menos líquidas, el mercado probablemente les aplique una prima. Y como las tasas internas ofrecidas en las subastas primarias y en los mercados secundarios tienden a ser más altas que los rendimientos de eurobonos comparables, las emisiones locales pequeñas y fragmentadas parecen a fin de cuentas ser más costosas.

La falta general de acuerdo entre emisores e inversionistas sobre los “precios de equilibrio del mercado” con frecuencia produce fracasos o rechazos en las subastas, que a menudo captan insuficientes suscripciones y a veces se declaran “desiertas” (sobre todo en Nicaragua), es decir, no reciben absolutamente ninguna oferta. Tampoco es fuera de lo común que los emisores rechacen muchas ofertas en una subasta que está suscrita por completo o en exceso pero sin que se haya llenado del todo el monto ofrecido (por ejemplo, en Panamá). Aparte de la incertidumbre que originan desde el punto de vista del financiamiento público, esos fracasos o rechazos son reveladores de desequilibrios en todo el mercado que convendría evitar.

El papel de los inversionistas dominantes del sector público también es motivo de preocupación. Existe cierto consenso en el sentido de que los inversionistas del sector público deberían estar excluidos de las subastas competitivas, ya que podrían estar influenciados por los emisores y entonces la tasa de interés de equilibrio podría terminar siendo —objetiva o aparentemente— poco representativa. Sin embargo, la experiencia centroamericana sugiere que quizá no haya una solución sencilla. En Panamá, los inversionistas del sector público tienen permitido participar únicamente mediante ofertas no competitivas, pero en el resto de los países, como por ejemplo Costa Rica, también pueden lanzar ofertas competitivas. La participación frecuente y sustancial de inversionistas del sector público a través de ofertas no competitivas probablemente influya en la aceptación de ofertas competitivas y, a la vez, en las ofertas competitivas que coloquen los inversionistas privados. Por lo tanto, quizá sea necesario debatir abiertamente el papel del sector público frente al del sector privado, brindarles a los inversionistas del sector público suficiente margen regulatorio y autonomía operacional para participar en las condiciones más imparciales posibles, y fomentar la participación más amplia posible en las ofertas competitivas.

Mercados secundarios

Los títulos de deuda pública concentran el grueso de la negociación en los mercados secundarios de toda América Central. Al estar los mercados de títulos corporativos relativamente subdesarrollados, la negociación de títulos públicos domina la operación general de las bolsas de la región (cuadro 5.4).

Sin embargo, como las emisiones internas se vuelcan principalmente a los instrumentos a corto plazo y la mayor parte de la negociación interna es en operaciones de reporto, los mercados secundarios no tienen una curva de rendimiento líquida a largo plazo. Con excepción de Panamá y Guatemala, pocos emisores han logrado emitir deuda interna con vencimientos de más de unos pocos años; obsérvese el marcado contraste con el mercado de los eurobonos, en el cual Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Panamá y la República Dominicana han emitido instrumentos con vencimientos de hasta 30 años. Además, las operaciones de reporto a unos pocos días son las que predominan. Por lo tanto, aunque representan como mínimo 90% de la actividad bursátil local, los títulos del gobierno no producen una curva de rendimiento de referencia significativa y, aun considerando los cortos vencimientos, los precios y los rendimientos del mercado secundario no reflejan bien las condiciones corrientes.

Los costos de transacción de las bolsas de valores locales más pequeñas —incluidas las comisiones de corretaje y los cargos que se aplican a la negociación en bolsa de bonos públicos— son por regla general sumamente elevados. Sobre una base anualizada, ascienden a 1–3 puntos porcentuales en la República Dominicana, a 1%–2,5% en Nicaragua por una operación de compra-venta de deuda y a 1,25% por una operación de reporto, y a 0,1%–1% en Guatemala¹¹. Los costos de transacción son ligeramente inferiores en Costa Rica, Guatemala y Panamá. Es posible que el escaso volumen de negociación y el tamaño pequeño de muchas emisiones justifiquen el nivel elevado de las comisiones de corretaje y de los cargos bursátiles, pero en la práctica se forma un círculo vicioso. Lo que es peor, la falta de liquidez necesariamente termina incrementando las tasas de interés de equilibrio que exigen los inversionistas.

Las casas de corretaje y las bolsas de valores centro-americanas se enfrentan a un mañana incierto debido a su viabilidad limitada y a las dificultades de consolidación. Hay que recordar obviamente que quizás hayan desempeñado un papel históricamente importante al mejorar la transparencia de la negociación de títulos públicos y, en cierta medida, popularizar la inversión en títulos públicos entre los inversionistas minoristas. Tratándose de un ambiente en el cual las emisiones

¹¹Comparativamente, los diferenciales entre el precio de compra y de venta de los títulos del gobierno en los mercados emergentes más grandes y bien desarrollados son del orden de 5 a 10 puntos básicos.

del sector privado son extremadamente limitadas, es posible que las bolsas no hubieran logrado crecer de no contar con cierto respaldo de los emisores públicos. Pero aun así quizá cabría cuestionar el valor de que las bolsas y las casas de corretaje continúen recibiendo respaldo en forma de comisiones y cargos más elevados por la emisión y negociación de deuda pública, sobre todo teniendo en cuenta que muchos servicios de corretaje pertenecen a bancos. Teniendo en cuenta que la negociación es poco redituable, que los inversionistas institucionales se niegan a abonar cargos y que los emisores públicos son cada vez más reacios a pagar cargos por emisión, puede que la consolidación resulte tan necesaria como conveniente. Es necesario examinar la consolidación del sector de los servicios de corretaje dentro de la región y alentar a casas de corretaje extranjeras bien capitalizadas, fomentar la cotización en múltiples bolsas y, llegado el momento, promover la consolidación de las plataformas de negociación mismas. También convendría plantearse la consolidación interna en Guatemala, donde hay dos bolsas que compiten por un mercado pequeño. Sin embargo, la consolidación transfronteriza plantea obstáculos formidables y numerosos en países que no comparten ni moneda ni órganos regulatorios. Se trata de cuestiones que requieren un examen detallado, pero es necesario reconocer el ímpetu mundial hacia la consolidación de bolsas pequeñas y acelerar la armonización de los regímenes de cotización y negociación dentro de la región.

Universo de inversionistas y regulación de la inversión en deuda pública

Un análisis preliminar de la regulación de los principales inversionistas institucionales en los mercados de deuda pública revela tres problemas generales: las deficiencias que aquejan al marco regulatorio de los propios mercados bursátiles, las limitaciones que pesan sobre los inversionistas institucionales y las limitaciones que pesan sobre sus carteras.

Muchos países carecen de un marco adecuado o moderno para las emisiones bursátiles, la operación de estos mercados y su reglamentación. En Nicaragua, un proyecto de ley bursátil que aguarda aprobación parlamentaria desde hace algunos años haría posible la desmaterialización de los títulos y la emisión de instrumentos garantizados con activos, lo cual ampliaría la variedad de instrumentos lanzados al mercado y promovería el desarrollo de un mercado secundario líquido. En Guatemala hay instituciones débiles (por ejemplo, un registro bursátil) que actúan como sucedáneos pasajeros de un órgano regulador propiamente dicho¹². La ausencia de una superintendencia de valores

¹²En 2006 se aprobó una ley sobre el mercado de valores.

también ha obstaculizado seriamente la creación de un depósito central de valores.

En toda la región existen asimismo brechas en el marco jurídico y regulatorio para los inversionistas institucionales. Esas brechas, a su vez, afectan al desarrollo de los mercados locales de títulos del gobierno. Concretamente, en la mayor parte de los países la regulación de los fondos de pensiones y fondos mutuos privados no se encuentra debidamente desarrollada. Tras vigorosos debates parlamentarios, Nicaragua abandonó en 2003 la elaboración de una ley destinada a regular la creación de fondos de pensiones privados. En la República Dominicana, los fondos de pensiones no tienen permitido invertir en títulos emitidos por el gobierno o por el banco central, principalmente debido a la oposición de otros inversionistas temerosos de perder una oportunidad lucrativa. Ante la ausencia de fondos mutuales bien desarrollados, los servicios de corretaje de muchos países están ofreciendo variaciones no tan bien reguladas, como participaciones en las llamadas “carteras de inversión”. Los inversionistas no siempre están al corriente de la liquidez y los precios de esas inversiones; en algunos casos (por ejemplo, Costa Rica) se han vendido esos productos a clientes titulares de depósitos bancarios que no son plenamente conscientes de la posibilidad de pérdidas de capital ni de la iliquidez de los instrumentos. La adopción de legislación exhaustiva sobre fondos mutuos, sumada a una sólida gestión de gobierno y una adecuada fijación de precios según el valor de mercado, contribuiría a formar a largo plazo una base de inversionistas activos en el mercado de los títulos públicos.

El reto de crear un mercado regional

Pese a los vínculos comerciales y políticos dentro de América Central, los mercados de deuda pública —y, a nivel más general, los de capital— no están bien integrados regionalmente. La integración regional de los mercados financieros reportaría numerosos beneficios, pero exigiría enfrentar retos importantes y cuestiones complejas. A continuación se describen algunos asuntos que atañen a la deuda soberana.

Las economías más pequeñas, como las de América Central, parecen tener mucho que ganar con la integración financiera regional. Los mercados financieros pequeños están aquejados por costos de transacción elevados, volúmenes pequeños, una base de inversionistas pequeño y un universo restringido de productos e instrumentos de inversión. Desde el punto de vista del emisor —incluso el soberano—, el reducido tamaño del mercado interno puede limitar el volumen y la estructura de vencimientos de las emisiones, la fijación de precios competitivos o la velocidad de ejecución. Desde el punto de vista de los inversionistas y de los intermediarios financieros, puede llevar a

una diversificación subóptima y a una concentración del riesgo. Los corredores de bolsa y los mercados, sobre todo los bursátiles, pueden tener dificultades para sobrevivir o crecer si el volumen de negociación no alcanza una masa crítica. Las economías más pequeñas pueden neutralizar en parte estos problemas bien conocidos integrándose dentro de un espacio financiero común. En América Central, estos beneficios son relativamente fáciles de obtener gracias a la proximidad física, el idioma común, la ausencia de diferencia horaria, la circulación relativamente libre de bienes y capitales, la presencia de varios grupos financieros regionales y la voluntad política de promover los vínculos regionales.

Pero a menos que se acelere la convergencia económica y regulatoria, perdurarán los obstáculos sustanciales que frenan nuevos avances de la integración de los mercados de capital en general y de los mercados de deuda soberana en particular. América Central sigue estando dividida por la multiplicidad de monedas. Las políticas macroeconómicas, las cargas de la deuda, las calificaciones de la deuda soberana y la sostenibilidad de la deuda varían sustancialmente de un país a otro. Es por eso que la deuda soberana emitida por diferentes países continúa presentando características de riesgo muy disímiles. Para los inversionistas de la región es fácil invertir y negociar en eurobonos emitidos por los Estados soberanos de la región. Pero el aseguramiento y la negociación extrabursátil de esas emisiones seguirán estando localizados más que nada en los centros financieros mundiales, dadas las ventajas que ofrecen en cuanto a amplitud de la base mundial de inversionistas, velocidad de ejecución, competitividad y costo reducido. Es decir, tiene más sentido pensar en la integración regional dentro de los mercados de deuda soberana en términos de una base de inversionistas y un mercado común de deuda soberana emitida en las monedas de la región. Dada la coyuntura actual, es probable que el avance de esa integración se vea frenado por dos factores importantes: la separación de las bolsas de valores dentro de la región y las restricciones que pesan sobre los inversionistas institucionales como bancos, empresas de seguro y fondos de pensiones.

Primero, la deuda interna negociable de cada emisor por lo general se cotiza únicamente en las bolsas locales, y a menudo en la moneda local. Al no existir ni vínculos centralizados entre las bolsas de la región ni casas de corretaje regionales, los no residentes por regla general deben recurrir a un corredor local para realizar transacciones con títulos de cotización local. Esas transacciones suelen ser menos eficientes que la adquisición de eurobonos a través de un corredor de bolsa de Miami o Nueva York. La cotización de títulos del gobierno en más de una bolsa es a menudo engorrosa porque las bolsas no se ciñen a normas completamente uniformes. Aunque se han suscrito algunos acuerdos bilaterales

para superar estos obstáculos¹³, no llegan al nivel de una bolsa de valores regional con un servicio de custodia y un sistema de compensación y liquidación regional. Esta última es una iniciativa de gran envergadura que exigiría grandes esfuerzos, estudios y cooperación por parte del sector privado.

Segundo, los inversionistas institucionales enfrentan restricciones rigurosas a la compra de títulos de gobiernos extranjeros de la región que no se pueden armonizar con facilidad. Los fondos de pensiones, y en algunos casos los bancos, están sujetos a prohibiciones o límites estrictos a la hora de adquirir esos títulos. En todos los casos, los bancos deben satisfacer requisitos de capitalización más estrictos con los títulos públicos extranjeros que con los nacionales, para los cuales no se pondera el riesgo. En Nicaragua, el marco regulatorio de las carteras de inversión de los bancos comerciales instituido en 1995 exige la autorización previa del regulador para adquirir títulos soberanos (a excepción de los instrumentos nicaragüenses y estadounidenses). Con el mismo criterio, el proyecto de ley de 2005 que regula la cartera de inversión de las compañías de seguro y reaseguro exige la autorización previa del regulador para adquirir cualquier tipo de título soberano extranjero. En otras palabras, las restricciones prudenciales que pesan sobre los títulos de gobiernos extranjeros son rigurosas. Los requisitos de capitalización no se pueden armonizar con facilidad dadas las diferencias sustanciales entre las calificaciones crediticias de los respectivos gobiernos y las implicaciones del riesgo cambiario. En cuanto a los fondos de pensiones, la mayoría de los países tendrían que calibrar con cuidado los costos y los beneficios de la inversión en el extranjero, teniendo en cuenta los intereses de los beneficiarios de los fondos antes que los intereses de los emisores de deuda soberana. Aunque quizá no haya dificultad para vender emisiones de eurobonos a un cuerpo mundial de inversionistas, las emisiones en moneda local no se pueden vender con tanta facilidad a un cuerpo regional de inversionistas.

Principales problemas y recomendaciones

El desarrollo de mercados locales de deuda pública plantea numerosos retos importantes para los países centroamericanos. Facilitarle al Estado soberano un acceso rápido al financiamiento interno y crear un mercado secundario interno líquido y eficiente son, en el mejor de los casos, objetivos a mediano plazo. Esta sección se centra en los problemas críticos de la gestión de

la deuda pública y las medidas necesarias para resolverlos¹⁴. Aunque no se trata de problemas nuevos para los funcionarios de la región, existen considerables limitaciones políticas, jurídicas y fiscales que han impedido encontrar hasta ahora una solución más eficaz. Por lo tanto, cabe subrayar desde ya que para poner en práctica satisfactoriamente las medidas recomendadas se necesitarían un sólido desempeño macroeconómico, estabilidad política, un claro consenso político entre el Poder Legislativo y el Ejecutivo a favor de las reformas deseadas, y un nivel sustancial de capacidad técnica o asistencia técnica¹⁵. Las medidas recomendadas a continuación están agrupadas por tema y, si bien se han resaltado algunas por su importancia, habría que realizar análisis más detallados a fin de elaborar un plan de acción más preciso para cada país y un calendario de ejecución. Aunque la puesta en práctica de estas medidas puede avanzar sustancialmente en dos o tres años, es importante fijar una meta clara, ambiciosa y exenta de ambigüedades para restablecer el fácil acceso del Estado soberano a los mercados internos a un costo razonable y lograr el funcionamiento eficiente de los mercados secundarios.

Las medidas estratégicas clave para mejorar la gestión de la deuda pública en casi todos los países de la región implican: 1) elaborar una estrategia de gestión de la deuda a mediano plazo, y definir y crear oficialmente capacidad para las unidades de gestión de la deuda; 2) eliminar el déficit cuasisoberano del banco central; 3) convertir un gran volumen de deuda interna no negociable y no estandarizada a través de operaciones de gestión de pasivos, y 4) eliminar emisiones futuras de deuda no estandarizada. Estas cuatro medidas deben ponerse en práctica como un conjunto integral y bien coordinado que puede denominarse “gestión estratégica de la deuda”. También se necesita una variedad de medidas adicionales para simplificar y mejorar la emisión en el mercado primario, imprimir más eficiencia al descubrimiento de precios y mejorar la negociación en el mercado secundario. Pero sin las cuatro medidas de gestión estratégica de la deuda, las medidas adicionales contribuirán apenas marginalmente a la solución de los problemas más apremiantes.

¹³Se han suscrito varios acuerdos bilaterales para facilitar la cotización de valores, como en el caso de El Salvador, Costa Rica y Panamá.

¹⁴Aunque por su alcance el presente estudio se centra en los problemas más comunes de la región y las autoridades están muy interesadas en encontrar soluciones regionales, todo programa integral para el desarrollo de un mercado local de deuda soberana abordaría las circunstancias locales.

¹⁵Las autoridades aceptaron la mayor parte de las recomendaciones de este estudio y solicitaron oficialmente la ampliación de la asistencia técnica para mejorar la capacidad de gestión de la deuda y la estructura de la deuda de la región. A comienzos de 2007, dejaron acordado en principio con el FMI un programa plurianual de asistencia técnica que quizá cuente con la participación del Banco Mundial.

Gestión estratégica de la deuda

Es importante que todos los países elaboren una estrategia oficial de gestión de la deuda a mediano plazo, tal y como lo propugna el FMI para el marco de sostenibilidad de la deuda. Varios países centroamericanos tienen problemas de deuda graves en relación con sus agregados económicos que además son sumamente complejos, y la solución actual de mantenerlos controlados mediante emisiones rutinarias sin contar con unidades de gestión de la deuda adecuadas no reconoce plenamente su gravedad. El hecho de que prácticamente ningún país pueda colocar en los mercados locales emisiones del orden de los \$100 millones a cinco años sabiendo con relativa seguridad que tendrá una suscripción completa, por ejemplo, constituye una limitación estratégica. También marca una profunda diferencia con la ampliación del acceso a los mercados internos que han logrado otros países muy endeudados (como Jamaica y Uruguay) y con el considerable éxito registrado por Panamá, Guatemala, El Salvador y la República Dominicana al acceder a los mercados de eurobonos. Nuevamente, aunque es sumamente deseable y factible, no se puede subestimar la magnitud de la tarea de formular una estrategia a mediano plazo adecuada. Requiere una asistencia técnica sustancial adaptada a la situación de cada país, ámbito en el cual les toca un papel importante a las instituciones financieras internacionales.

Todos los países centroamericanos necesitan fortalecer sustancialmente la capacidad global de gestión de la deuda. Si bien este capítulo no se ha centrado mucho en los aspectos institucionales, está claro que en términos generales las unidades de gestión de la deuda pertenecientes a los ministerios de Hacienda de la región sufren una debilidad considerable en términos de mandato, habilidad, cantidad de personal y recursos. Su fortalecimiento exige reconocerlas oficialmente como unidades de gestión de la deuda, definir su mandato y sus obligaciones de rendición de cuentas, y dotarlas debidamente de personal y presupuesto. El personal no tiene por qué ser numeroso; la mayoría de las oficinas quizá no necesite más de cinco empleados. Pero la selección de personal idóneo es crítica.

Los cinco países cuyo banco central ha acumulado una deuda sustancial o mantiene un déficit —Costa Rica, El Salvador, Honduras, Nicaragua y la República Dominicana— deben plantearse la plena recapitalización de la institución en condiciones de mercado a fin de eliminar o reducir sus emisiones paulatina y sustancialmente¹⁶. Aunque la sostenibilidad de las finanzas públicas generales es un reto macroeconómico importante que trasciende el alcance de este capítulo, el reconoci-

miento de la deuda del banco central es un problema con más tintes políticos, jurídicos y técnicos. Aunque no hay que desmerecer estos problemas, la recapitalización del banco central debe enfocarse como parte de una estrategia exhaustiva encaminada a evitarle a la institución futuras pérdidas y lograr la integración del fragmentado mercado de deuda soberana. La mayor parte de los países ya han dado pasos importantes para reconocer esas pérdidas y establecer precedentes de recapitalización. Ahora corresponde acelerar este proceso, emitiendo bonos negociables en futuras recapitalizaciones y reemplazando los bonos de recapitalización en circulación por instrumentos negociables; tanto en un caso como en el otro quizá sea necesario actuar por etapas para respetar las limitaciones fiscales y jurídicas. Pero la meta debería ser restablecer claramente la solvencia y la rentabilidad futura del banco central, y eliminar a mediano plazo el problema perpetuo que plantea la existencia de dos emisores soberanos. Elaborar opciones adecuadas; evaluar la evolución del capital y de las utilidades del banco central, así como de la deuda soberana, y conciliar esto último con las metas programáticas actuales de las instituciones financieras internacionales son todas tareas que podrían requerir una asistencia técnica sustancial. Las instituciones financieras internacionales, incluyendo el FMI, pueden brindar valioso respaldo.

De ser necesario, se podrían proporcionar al banco central títulos públicos negociables para las operaciones de mercado abierto. En algunos casos, la recapitalización (es decir, el traslado de pérdidas) quizá no le deje al banco central una masa de deuda pública suficiente como para llevar a cabo operaciones de política monetaria efectivas. En esas circunstancias, se podría estudiar también la posibilidad de emitirle títulos públicos “secuestrados” para ese propósito, en lugar de inyectarle más capital o de que emita nuevos títulos. Aunque habría que ultimar de acuerdo con las circunstancias propias de cada país los detalles importantes —como el tratamiento adecuado para los fines de la contabilidad fiscal, las estadísticas de la deuda pública y la autoridad de emitir deuda—, en líneas generales la operación consistiría en emitirle títulos públicos estandarizados y que el banco central llevara cuentas de contrapartida en sus libros. Esas cuentas reflejarían del lado del activo la adquisición de títulos del gobierno, y del lado del pasivo la obligación de reembolsar al gobierno en idénticas condiciones de intereses y amortización. En otras palabras, las transacciones entre el banco central y el gobierno no implicarían ningún flujo neto de efectivo. El banco central podría utilizar esos títulos especiales, que serían idénticos al resto de la deuda pública, en operaciones de reporto o de mercado abierto¹⁷.

¹⁶Aunque este capítulo no se ocupa de temas vinculados a la autonomía del banco central, la recapitalización debería formar parte de un plan global que le permita a la institución gozar de una independencia adecuada.

¹⁷De hecho, estos títulos —con una estructura de vencimientos adecuada— se le podrían emitir al banco central a precios de equilibrio de mercado determinados según la subasta competitiva ordinaria que corresponda.

La conversión de la deuda no estandarizada que se les haya emitido al banco central y a otros acreedores es otro paso sumamente prometedor pero técnicamente espinoso que merece gran prioridad. Además de la deuda no estandarizada emitida al banco central, prácticamente todos los países han emitido un volumen sustancial de deuda no estandarizada y no negociable a tenedores privados para saldar moras y compensar la confiscación de propiedades, entre otros motivos. En los pocos casos en que esos títulos se pueden negociar, llevan descuentos enormes. La negociación beneficia más que nada a los pocos intermediarios, generalmente a expensas de los titulares, que salvo en contados casos carecen de experiencia como inversionistas. Si bien la conversión no es fácil, hay ejemplos recientes de complejas transformaciones de la deuda interna en Brasil, Colombia y México, y de la deuda externa en la República Dominicana y Panamá, que muestran que fundamentalmente es viable. La conversión de la actual deuda no negociable encierra también beneficios sustanciales para el Estado soberano. Primero, la mayoría de las conversiones ofrece la posibilidad de reducir significativamente el valor nominal de la deuda pública, o sea, el nivel de deuda tan conocido. Segundo, las conversiones podrían ser especialmente útiles para introducir en el mercado interno nuevos vencimientos a plazos más largos y extender poco a poco la curva de rendimiento corriente¹⁸. La organización de esta reestructuración de la deuda interna —es decir, la elaboración de opciones adecuadas y las modalidades para ponerlas en práctica— podría requerir también un volumen sustancial de asistencia técnica específicamente adaptada a cada país.

Proceso de emisión y mecanismos de subasta

En los países que continúan emitiendo títulos en subastas con precios discriminatorios habría que poner fin de inmediato a la práctica de emitir títulos *no estandarizados* con diferentes tasas de interés (en lugar de diferentes precios). Desde el punto de vista técnico, se trata de un cambio fácil de implementar dentro del régimen actual de las subastas y no exigiría una adaptación excesiva por parte de los participantes en el mercado. Se podrían modificar los procedimientos internos o las leyes —si fuera necesario por medio de decretos provisionales— para acelerar la transición.

Asimismo, habría que eliminar poco a poco las emisiones simultáneas del gobierno y del banco central en

una misma serie y una misma subasta. Aunque convendría eliminar por completo las emisiones que realiza el banco central en nombre propio, si fuera necesario continuarlas los inversionistas no deberían verse obligados a asistir a una misma subasta en la que participan dos emisores. Lo más probable es que esas subastas mixtas —celebradas en Costa Rica por ejemplo— encarezcan el financiamiento a ambos emisores, y al mismo tiempo no pueden impedir la divergencia de precios en el mercado secundario. Ahora bien, en varios países el gobierno tiene hoy considerablemente más dificultades que el banco central para acceder al mercado, y esta transición tardaría (quizás unos años) en ampliar ese acceso. Sin embargo, es necesario reconocer que la ampliación del acceso del gobierno al mercado debe ser fruto de una mejora fundamental de la sostenibilidad de la deuda —mediante la adopción de principios rigurosos en el cumplimiento del servicio de la deuda y, a nivel más general, de todas las obligaciones de pago del gobierno—, y no de una “asociación” con el banco central en una subasta conjunta.

En toda la región, los emisores deberían asumir lentamente el compromiso de aceptar la disciplina del mercado. Obviamente, los emisores soberanos deberían conservar el derecho legal de rechazar ofertas que consideren incompatibles con la tasa de mercado. En muchos mercados existe también la preocupación de que los oferentes, tanto del sector público como privado, puedan ejercer un poder oligopólico y hacer subir las tasas de interés que paga el Estado soberano. Pero el comportamiento de los emisores en las subastas debe guiarse también por un compromiso a largo plazo a favor de subastas abiertas y transparentes que sirvan de mecanismo central para captar financiamiento interno. La mayoría de los gobiernos también tienen necesidades de financiamiento apremiantes que los obliga a volver a lanzarse al mercado en cuestión de días tras una subasta insuficientemente suscrita o incluso desierta. Por ende, teniendo en cuenta todos los factores en juego, parece tener más sentido que los emisores adopten paulatinamente una actitud más amplia en la aceptación de ofertas, reuniendo una base de inversionistas estable y a largo plazo y propiciando la convergencia en cuanto al nivel adecuado de las tasas de interés. Concretamente, una vez que se anuncia el monto de la subasta y este queda cubierto (es decir, las ofertas cubren el monto ofrecido), el rechazo de ofertas competitivas por debajo del volumen ofrecido (menos las ofertas no competitivas) debe ser la excepción y no la regla. Para evitar que los participantes en el tramo competitivo deban enfrentar un exceso de incertidumbre y de costos¹⁹ —y también que, en consecuencia, los inversionistas pierdan interés a largo plazo—, convendría

¹⁸Por ejemplo, supongamos que sea difícil introducir bonos locales a 10 años porque el mercado interno no es líquido y porque hasta la fecha el Estado soberano nunca emitió bonos con un vencimiento de más de 5 años. La conversión de un bono a 30 años emitido al banco central en, por ejemplo, bonos a 7 años y 10 años con una extrapolación razonable de la curva de rendimiento corriente podría poner en marcha cierto volumen de negociación de bonos con vencimientos de hasta 10 años, lo cual permitiría ir descubriendo gradualmente las “tasas de mercado” de los títulos a 7 y 10 años.

¹⁹Los participantes en el mercado se quejan de la necesidad de mantener liquidez a muy corto plazo antes de las subastas y de los costos de oportunidad que ello representa en caso de que sus ofertas sean rechazadas.

adoptar ciertas medidas para propiciar la convergencia de las expectativas de emisores e inversionistas respecto de las tasas de interés: desarrollar un mercado secundario más líquido que ofrezca cotizaciones continuas de las tasas de interés corrientes; entablar un diálogo regular con los participantes en el mercado, sobre todo en lo referente a vencimientos nuevos; expandir la base de inversionistas cultivando inversionistas institucionales internos, y atraer inversionistas de la región y del extranjero. Si se considera pertinente rechazar ofertas, los emisores deberán esforzarse por explicar su postura y brindar asesoramiento para subastas futuras. Nuevamente, aunque esta dedicación a la disciplina del mercado sería un objetivo a mediano plazo saludable para la mayoría de los países, habrá que analizar y pautar con cuidado el ritmo de transición según las circunstancias imperantes en cada país.

Se deberían cerrar las múltiples vías de participación de las ofertas no competitivas y encauzar a estos oferentes hacia las subastas anunciadas. En términos generales, habría que poner fin al uso de ventanas separadas posteriores a las subastas. Los emisores las justifican a veces argumentando que las subastas no son suficientemente competitivas y que esas ventanas especializadas (abiertas, por ejemplo, a los inversionistas minoristas o a los inversionistas del sector público) les permiten satisfacer las necesidades de financiamiento a tasas de interés más razonables²⁰. Sin embargo, cuando son cuestión de rutina las ventanas terminan drenando interés y competitividad a las subastas regulares; reducen el volumen de títulos emitidos en subastas amplias, competitivas y públicamente anunciadas, y son indicio de que los emisores no están dispuestos a aceptar tasas de mercado en subastas competitivas. Aunque las ofertas no competitivas no son problemáticas de por sí, se debería alentar a sus titulares a participar en la *misma* subasta. Habría que hacer lo propio con la colocación forzada de títulos del gobierno en las empresas del sector público, como sucede en Costa Rica.

Asimismo, habría que evaluar la posibilidad de permitir que los prestatarios del sector público presenten ofertas competitivas. La práctica de mantener a los inversionistas del sector público fuera del tramo competitivo para impedir que influyan en los precios de equilibrio de

mercado tiene validez en ciertas situaciones. Pero en el contexto específico de la región, y en el caso particular de Panamá, no parece tener una función útil ya que esos oferentes tienen una participación amplia y afectan indirectamente a los precios de corte fijados en las subastas competitivas. Por lo tanto, aparentemente sería preferible permitir la participación de todos los inversionistas del sector público —incluidos bancos y fondos de pensiones— en las ofertas competitivas, pero con suficiente autonomía operacional como para calibrar sus propias ofertas sin recibir “pautas” del gobierno.

Los países que celebran subastas discriminatorias —Costa Rica, El Salvador, Honduras y Panamá— podrían plantearse la adopción de precios uniformes. Aunque ambos tipos de subasta tienen suficientes precedentes en el mundo entero, el régimen de precios uniformes tiene una justificación teórica más contundente. Aunque las subastas discriminatorias no necesariamente incluyen emisiones no estandarizadas, la adopción de subastas uniformes permitiría alcanzar con más rapidez la meta de abandonar este tipo de emisión. Nuevamente, es importante reconocer que el grado de convergencia hacia tasas de mercado varía dentro de la región, tomar medidas para entablar un diálogo informativo con los participantes en el mercado y poner en práctica esos cambios a un ritmo adecuado a las circunstancias de cada país.

Hay varios pasos necesarios para eliminar la fragmentación de las emisiones actuales de títulos y extender la curva de rendimiento. Como ya se ha señalado, un paso importante consiste en recapitalizar el banco central mediante la emisión de bonos negociables, estandarizados y a más largo plazo, y eliminar las emisiones a corto plazo que el banco central efectúa para satisfacer sus propias necesidades de financiamiento. Segundo, la conversión del extenso volumen de títulos no negociables en circulación le permitiría a la mayoría de los gobiernos poner en marcha la creación de títulos a mediano y largo plazo con vencimientos de hasta 10 años, generando así cotizaciones en el mercado secundario y una curva de rendimiento de referencia. Más adelante se podría pensar en hacer colocaciones a mediano o largo plazo mediante la reapertura de esas emisiones. Se podrían consolidar los calendarios de emisión, sobre todo en el caso de los títulos a más largo plazo. A medida que los soberanos pasen a ser los principales emisores de deuda a largo plazo, deberán comprometerse a emitir en volúmenes mínimos, precisamente uno de los objetivos clave del proyecto de armonización del Consejo Monetario Centroamericano. Una emisión interna mínima equivalente a US\$100 millones parecería ser una meta adecuada para la región.

Negociación en el mercado secundario

En la mayoría de los países es necesario recortar las comisiones de corretaje. Para romper el círculo vicioso

²⁰Algunos emisores justifican el uso de estas ventanas con el argumento de que utilizan como referencia la tasa de interés promedio o de corte de la subasta inmediatamente anterior. En los mercados con una negociación activa, la tasa determinada por una subasta que tuvo lugar una o dos semanas antes no constituiría necesariamente la tasa “de mercado” corriente. Lo que es peor, la existencia de estas ventanas o bien constituye un incentivo para que los participantes privados elegibles abandonen la subasta —privándola aún más de competitividad—, o bien crea un mecanismo que les permite a los inversionistas del sector público acceder a tasas de interés inferiores a las de mercado. En algunos casos las ventanas sirven para ofrecer títulos que por lo general no están disponibles en las subastas regulares; un ejemplo es la ventana minorista de títulos a más largo plazo emitidos por el banco central de la República Dominicana.

conformado por el escaso volumen de negociación y los elevados costos de transacción, convendría actuar en diferentes planos: 1) reducir las comisiones de corretaje y los cargos bursátiles, 2) conceder igualdad de acceso a todos los inversionistas institucionales en las subastas primarias, con reglas de participación uniformes para las subastas del gobierno y del banco central, y 3) adoptar las medidas esbozadas anteriormente para extender la curva de rendimiento y convertir la deuda pública no estandarizada en instrumentos estandarizados y negociables. Además, tiene dudoso valor recurrir a corredores y bolsas para participar en las subastas primarias de deuda del Estado soberano o del banco central. Aunque no se puede perder de vista el hecho de que las bolsas de valores locales aún se encuentran en un etapa de desarrollo limitada, sería preferible centrar la atención en promover la negociación en el mercado secundario a través de las medidas propuestas.

Hay que resolver expeditivamente ciertos problemas institucionales en determinados mercados, infundiéndoles quizás un delicado estímulo público. Posiblemente sea valioso alentar a los respectivos interesados a fusionar las dos bolsas que funcionan en Guatemala. Las autoridades de la República Dominicana deben promover la solución del conflicto entre las dos instituciones encargadas de la custodia de títulos. En los países que aún no han adoptado esta modalidad, la emisión de títulos desmaterializados debe ser la norma del mercado.

Otras medidas

Varios países deben acelerar la aprobación de leyes bursátiles más amplias. En toda la región hay proyectos de ley encaminados a mejorar el marco regulatorio de los mercados bursátiles, reemplazar decretos presidenciales extraordinarios, crear plataformas de negociación interbancarias, desmaterializar títulos, introducir en el mercado la titularización de activos, y facilitar la formación y regulación de los inversionistas insti-

tucionales. Estas medidas tendrían efectos radicales y beneficiosos para la profundidad y la eficiencia de los mercados de deuda pública.

Conclusiones

Los países de América Central enfrentan duros retos en la tarea de administrar la carga de la deuda pública y lograr la sostenibilidad de la deuda. El desarrollo de mercados internos de deuda pública es crucial para el desarrollo de los mercados de capital. Si bien la disciplina macroeconómica y fiscal reviste una importancia fundamental, los gestores de la deuda pública de la región deben abordar varios problemas técnicos sustanciales para poder contar con un acceso fiable al financiamiento interno y crear mercados de deuda pública más amplios y más líquidos. Entre las medidas más importantes se cuentan elaborar y llevar a la práctica una estrategia de gestión de la deuda a mediano plazo, fortalecer la capacidad técnica de las unidades de gestión de la deuda, trasladar la deuda cuasifiscal de los bancos centrales al gobierno, reestructurar la deuda no estandarizada y no negociable, y tomar una serie de medidas para promover los mercados de capital en general y los fondos mutuales y de pensiones en particular. Si bien una reforma de tal magnitud debe ejecutarse con cuidado, a mediano plazo y a un ritmo coherente con las particularidades de cada mercado, en la mayoría de los países se requieren una clara visión y voluntad política a los niveles más altos. Para concretar las medidas propuestas es posible que se necesite una asistencia técnica sustancial a los distintos países y una firme determinación política. El desarrollo de un mercado regional eficiente de deuda pública que trascienda las limitaciones de tamaño y escala constituye un objetivo a largo plazo importante. El desarrollo de un mercado interno de deuda más sólido sentaría las bases sobre las cuales se podría construir en el futuro ese mercado regional integrado.

VI Caracterización de la política monetaria

Luis I. Jácome H. y Eric Parrado¹

En comparación con el resto de América Latina, América Central tiene un historial de baja inflación (gráfico 6.1)². Con excepción de Nicaragua, ninguno de los países ha sufrido hiperinflación, y durante la década de los años noventa y principios de la década de 2000 la inflación descendió a tasas de un solo dígito. No obstante, la región nunca logró la estabilidad de precios —que se define en este capítulo como la inflación en los países industriales—, pues la inflación se estancó en un nivel superior al de los países del resto del continente. Además, América Central parece ser vulnerable a un repunte de la inflación —en mayor medida que los demás países de la región— como se observa en el período del actual shock de los precios del petróleo (gráfico 6.2).

La tendencia descendente que mostró la inflación en toda la región centroamericana se ha visto acompañada de diferentes regímenes de política monetaria. En especial, Panamá y, más recientemente, El Salvador adoptaron el dólar de EE.UU. como moneda de curso legal; Costa Rica, Honduras y Nicaragua eligieron una política monetaria basada en el tipo de cambio; la República Dominicana puso en marcha una estrategia de fijación de objetivos monetarios explícitos, y Guatemala acaba de pasar de la fijación de objetivos monetarios a la fijación de objetivos explícitos de inflación. Sobre estas bases, las economías totalmente dolarizadas han cedido su derecho a conducir la política monetaria, mientras que los países que emplean el tipo de cambio como ancla nominal han conservado, en el mejor de los casos, poco margen de maniobra. Solo los países con un régimen de tipo de cambio flexible están en condiciones de preservar su independencia en la conducción de la política monetaria, siempre y cuando el tipo de cambio sea efectivamente flexible.

Hoy en día, los países no dolarizados de América Central están reconsiderando la manera en que conducen la política monetaria y, en algunos casos, incluso la posibilidad de cambiar su régimen de política monetaria.

Ha habido nuevos acontecimientos, asociados en general a la creciente integración regional con la economía de Estados Unidos. La apertura de las economías centroamericanas es cada vez mayor; es probable que la dolarización siga manteniéndose en niveles elevados; cada año las remesas provenientes del exterior alcanzan niveles históricos sin precedentes y, en general, se prevé que los países de la región se integren cada vez más a los mercados internacionales de capital. Inevitablemente, estas tendencias plantean desafíos para la conducción de la política monetaria, lo que explica el interés de los bancos centrales por encontrar un régimen de política que funcione mejor y que les permita cumplir con su mandato en virtud de las nuevas reglas del juego.

En este capítulo se examina cómo se conduce la política monetaria en América Central, haciendo especial énfasis en sus fundamentos institucionales, las modalidades de ejecución y los factores que explican la reacción de los bancos centrales, sobre todo ante las presiones inflacionarias³. Pese a la importancia que reviste la política monetaria en un entorno difícil para alcanzar la estabilidad de precios en América Central, en los estudios recientes no se ha efectuado un análisis de la política monetaria⁴. Este capítulo ofrece información a los profesionales y autoridades responsables de formular la política económica de estos países que buscan un régimen de política adecuado y su aplicación propicia para lograr la estabilidad de precios.

Marco institucional de la política monetaria

En los últimos 15 años, todos los países de la región han fortalecido sus fundamentos institucionales para la formulación y aplicación de la política monetaria. Se aprobó una nueva legislación de la banca central, empezando por Nicaragua en 1992 (y 1999), seguida

¹Eric Parrado trabaja en el Banco Central de Chile.

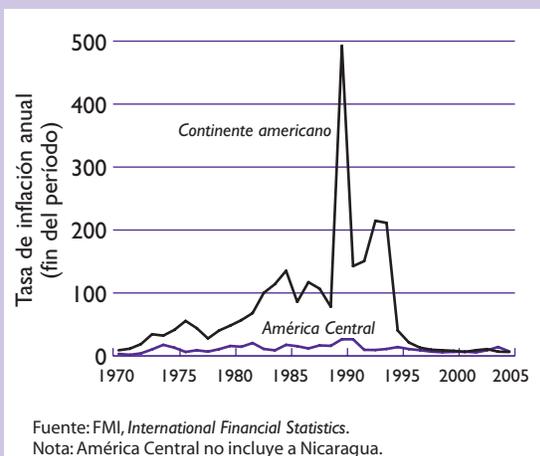
²En este capítulo, el término “América Central” se refiere a Costa Rica, Guatemala, Honduras, Nicaragua y la República Dominicana. Para efectos comparativos, a veces se hace referencia a El Salvador y Panamá.

³Kim y Papi (2005), y Papaioannou (2003) ya han elaborado un análisis de las políticas cambiarias.

⁴Véanse análisis regionales recientes como los de Rennhack y Offerdal (2004), y Rodlauer y Schipke (2005), que se centran en temas macroeconómicos, de reforma estructural y de integración, pero que no abordan la política monetaria.

Gráfico 6.1. La inflación en América Central y en el continente americano

(Porcentaje)



Fuente: FMI, *International Financial Statistics*.
Nota: América Central no incluye a Nicaragua.

por Costa Rica en 1995, Honduras en 1996 (y 2004), y Guatemala y la República Dominicana en 2002⁵. La reforma de la banca central centró el objetivo de la política monetaria en medidas para lograr y preservar la estabilidad de precios. A fin de cumplir con este objetivo, a los bancos centrales se les concedió una mayor autonomía, aunque de menor grado si se la compara con la de los otros países de América Latina que también reformaron la legislación de la banca central durante la década de los noventa⁶. En esta sección se examinan las principales características de la legislación de los bancos centrales de los países centroamericanos pertinentes, tanto a nivel de toda la región como en comparación con los países de América del Sur y México. En el cuadro 6A.1 se incluye una presentación resumida de la legislación en cada uno de los países.

Reforma de los bancos centrales

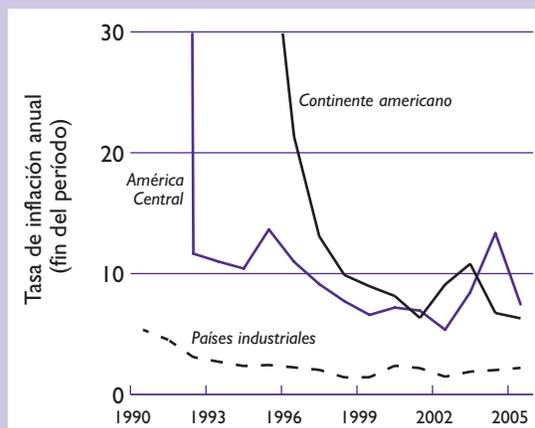
A raíz de la reforma de la legislación monetaria, los bancos centrales de la región dejaron de desempeñar la función de banca de desarrollo que aspira a impulsar el crecimiento. Hoy en día los bancos no otorgan crédito a sectores específicos de la economía en condiciones financieras preferenciales, y no dependen de las directrices de la política económica del gobierno. Más bien, se concentran en establecer las condiciones

⁵Incluso El Salvador reformó la ley orgánica del banco central en 1991, mucho antes de adoptar el dólar de EE.UU. como moneda de curso legal en 2001.

⁶No obstante, los bancos centrales de América Central, por ley, son más independientes que los bancos centrales del Caribe, según señalan Jácome y Vázquez (2005).

Gráfico 6.2. La inflación en América Central, el continente americano y los países industriales

(Porcentaje)



Fuente: FMI, *International Financial Statistics*.
Nota: América Central incluye a Nicaragua.

de estabilidad como condición necesaria, pero no suficiente, del crecimiento económico. A fin de mostrar las principales características de la legislación en vigor de los bancos centrales, en este capítulo se hace hincapié en cinco criterios primordiales: el mandato, la autonomía política, la independencia económica, la autonomía financiera, y la rendición de cuentas y transparencia⁷.

El mandato de los bancos centrales se centra en la preservación de la estabilidad de precios, aunque los bancos de algunos países también prestan atención a la competitividad de las actividades transables. Con excepción de Guatemala, donde la Junta Monetaria (órgano que ejerce la dirección suprema del Banco de Guatemala) se encarga de preservar “la liquidez y la solvencia del sistema bancario nacional, asegurando la estabilidad y el fortalecimiento del ahorro nacional”, los bancos de los otros cuatro países citan la estabilidad de precios como su objetivo de política⁸. Los bancos

⁷En este capítulo, los términos “autonomía” e “independencia” se emplean indistintamente, aunque puedan tener significados ligeramente diferentes. Véase Lybeck (1998).

⁸El objetivo de la Junta Monetaria del Banco de Guatemala se definió en la Constitución de 1986 (artículo 133). Sin embargo, la Ley Orgánica del Banco de Guatemala de 2002 establece que su objetivo fundamental es el de “contribuir a la creación y mantenimiento de las condiciones más favorables al desarrollo ordenado de la economía nacional, para lo cual propiciará las condiciones monetarias, cambiarias y crediticias que promuevan la estabilidad en el nivel general de precios”. Habida cuenta de que la Junta Monetaria por mandato constitucional está a cargo de determinar la política monetaria, cambiaria y crediticia, su objetivo prevalece inequívocamente sobre el del Banco de Guatemala.

centrales de Costa Rica y Honduras también se han fijado como objetivo preservar el valor externo de su moneda, aunado a la responsabilidad de garantizar el funcionamiento normal del sistema de pagos, que es también un objetivo en los estatutos del Banco Central de Nicaragua. Costa Rica y Honduras adoptaron un enfoque simultáneo de preservar el valor interno y externo de la moneda nacional, y por esa razón se fijan metas explícitas para el tipo de cambio real. Esta dualidad del mandato de los bancos centrales tiende a presentar también conflictos en la política económica, como los que surgen cuando estos responden ante las entradas de capital a fin de evitar la tendencia a una apreciación real a pesar de sus efectos desinflacionarios.

La estructura de gobierno de los bancos centrales de América Central es menos uniforme y, en algunos países, más que en otros, presenta cierta falta de autonomía política. A pesar de los avances logrados en este frente con respecto a su histórica observancia de las políticas del gobierno, la mayoría de los bancos centrales de la región solo dispone de una limitada autonomía política *de jure*. En todos los países centroamericanos, los gobernadores del banco central son nombrados por el presidente del país, tal como ocurría antes de la reforma monetaria. Además, en la mayoría de los países, el Poder Ejecutivo tiene potestad para destituir al gobernador del banco central y a otros miembros del directorio, lo que implícitamente coloca a las autoridades del banco central en una posición vulnerable⁹. A su vez, la duración del cargo del gobernador del banco central coincide con la del Poder Ejecutivo y en la República Dominicana, en especial, abarca solo dos años. En cuanto a los demás miembros del directorio, la duración de su permanencia en el puesto presenta una variación que oscila entre un período de dos años en la República Dominicana a un período ampliado de 90 meses en Costa Rica. Por otra parte, es notable que, en la República Dominicana y en Guatemala, el sector privado aún mantiene una participación sólida en el nombramiento de los miembros de la Junta Monetaria, como se le conoce al órgano gobernante de los bancos centrales de esos países, en forma indirecta en el primero y en forma directa en este último (cuadro 6A.1)¹⁰. Teniendo en cuenta todas las disposiciones anteriores, se puede concluir que, en teoría, la reforma legal en América Central no ha desvinculado el horizonte de la adopción de decisiones relativas a la política monetaria de los ciclos político-económicos.

La independencia económica del banco central es una característica común de toda la región. En general,

el banco central goza de “independencia en el uso de instrumentos”, debido a que está facultado para ejecutar libremente la política monetaria dirigida al logro de sus objetivos. En especial, el banco central dispone de la autoridad legal para utilizar sin interferencia alguna instrumentos de política monetaria, influir en las tasas de interés del mercado y, por consiguiente, podría afectar la inflación. Se encuentra legalmente restringido, e incluso tiene prohibido, como en Guatemala, otorgar crédito para financiar el gasto público, con excepción de anticipos de corto plazo para hacer frente a una escasez estacional de liquidez (Honduras y Nicaragua). Además, en Costa Rica, Honduras y Guatemala, el banco central funciona como un filtro legal para contener el aumento de la deuda pública, ya que en los tres países debe determinar, mediante un dictamen técnico, si es adecuada la emisión de nueva deuda pública. Lo que no queda claro es si los bancos centrales de América Central gozan o no legalmente de “independencia en la fijación de metas”, en virtud de que la nueva legislación no estipula la facultad de los bancos centrales para definir, independientemente del gobierno, la meta de inflación, aunque, en la práctica, los gobiernos de la región han demostrado que están muy dispuestos a apoyar de facto la independencia en la fijación de esta meta.

No obstante, la autonomía económica se ha visto socavada en algunos países por la falta de autonomía financiera de los bancos centrales. En este frente, con la reforma de la legislación de la banca central no se han obtenido mejoras importantes. Esto ocurre en especial en Costa Rica, Guatemala y Honduras, donde no existen disposiciones legales para proteger la integridad del capital del banco central. Por otro lado, en la República Dominicana y en Nicaragua, los gobiernos están obligados a cubrir las pérdidas del banco central en caso de no poder ser compensadas con sus reservas estatutarias. En la práctica, sin embargo, el mandato jurídico no se ha materializado dado que ambos bancos centrales tienen un cuantioso capital negativo porque absorbieron la mayor parte de las pérdidas provocadas por las crisis bancarias que azotaron a esos dos países en los primeros años de este decenio¹¹. La debilidad de la autonomía financiera plantea preocupaciones en el mercado acerca de la capacidad de los bancos centrales para conducir de manera efectiva la política monetaria, ya que las cuantiosas y persistentes pérdidas pueden socavar la independencia operativa del banco central y, en última instancia, reducir la eficacia de las medidas de política monetaria adoptadas. Esto se debe a que la

⁹Más aún, en Guatemala, el Congreso tiene derecho a destituir al gobernador del banco central —con una mayoría calificada— si el informe anual que se presenta al Congreso no es satisfactorio.

¹⁰Lo mismo ocurre en Nicaragua, ya que el presidente nombra a los miembros del Consejo Directivo del Banco Central en consulta con el sector privado.

¹¹Esta ineficiencia financiera se ve exacerbada en Honduras debido a que el presupuesto del banco central debe ser aprobado por el Congreso. Guatemala también enfrenta la posible restricción de mantener la autonomía operacional, en vista de que el Congreso tiene que autorizar los bonos de estabilización que emita el banco central, los cuales, sin embargo, no se usan en la actualidad para operaciones de mercado abierto.

acumulación de pérdidas del banco central puede limitar su capacidad de absorción del exceso de liquidez o su capacidad para elevar las tasas de interés al realizar operaciones de mercado abierto, dado que se convierten en una fuente indeseable de monetización que necesitará una subsiguiente esterilización e incurrirá en costos adicionales.

La obligatoriedad en materia de rendición de cuentas y transparencia constituye una innovación clave en la legislación de la banca central centroamericana. Antes de entrar en vigor la reforma legal, los bancos centrales de la región se comprometían básicamente a elaborar y publicar un informe anual en el que examinaban los principales acontecimientos económicos del país en un año específico y se centraban en las políticas del banco central, pero no analizaban en qué grado la política monetaria había logrado sus objetivos. Los informes anuales, por consiguiente, se volvieron una fuente de interés primordialmente académico, y no constituían un instrumento para dar seguimiento a la política monetaria ni tampoco una fuente de información oportuna para los participantes del mercado. Con la introducción de las nuevas disposiciones legales, a los bancos centrales se les ha exigido una mayor rendición de cuentas con respecto a la autonomía de la que disponen. Están obligados a comparecer ante el Congreso y presentar un informe sobre la situación de sus metas de política. En Guatemala, la rendición de cuentas va más allá de esto, ya que al banco central se le exige que publique, dos veces al año, un informe monetario explicativo. Por ley, la transparencia también se ha incrementado en la mayoría de los países, ya que a los bancos centrales se les exige que publiquen sus estados financieros, en algunos casos certificados por un auditor externo privado (República Dominicana y Guatemala). En Guatemala, las condiciones de transparencia también son más estrictas desde una perspectiva legal, puesto que al Banco de Guatemala se le exige que divulgue las decisiones de política adoptadas para nivelar el acceso a la información.

En resumen, la política monetaria de América Central se ha revigorizado institucionalmente como resultado de la reforma de la legislación de la banca central, aunque aún persisten imperfecciones. El avance logrado es notable en cuanto a centrar el mandato de los bancos centrales en combatir la inflación y preservar la estabilidad de precios, así como en otorgar a los bancos autonomía operacional. No obstante, estos logros se ven socavados en los países donde al banco central también se le exige preservar el valor externo de la moneda nacional debido a los posibles conflictos de política que se presentan con respecto al objetivo de la estabilidad de precios. Asimismo, la autonomía política no alcanza el nivel necesario para garantizar la formulación de la política monetaria sin vinculación con los ciclos político-económicos. Por otra parte, el fortalecimiento de la autonomía financiera de los bancos centrales podría imprimir más eficacia y credibilidad a la política mone-

taria¹². Por último, hay margen de acción para intensificar los requisitos en materia de rendición de cuentas y transparencia.

Medición de la independencia de la banca central

Como resultado de las reformas legales, los bancos centrales centroamericanos han incrementado su autonomía y fortalecido su capacidad institucional en todos los frentes. Esta mejora se capta con el índice de independencia jurídica del banco central que, en esencia, reconoce la capacidad institucional de los bancos centrales para contener la inflación y penaliza su labor como entidades que financian al gobierno y participan activamente en los ciclos político-económicos.

La medición que se utilizó en este capítulo se basa en el índice de Cukierman (1992), el indicador más conocido y ampliamente aceptado para evaluar el grado de independencia jurídica de la que dispone un banco central. En la medición que aquí se presenta se incorporan los mismos cuatro criterios generales del índice de Cukierman con el objeto de captar los aspectos principales de la independencia jurídica del banco central, más algunas características adicionales, como la facultad de actuar como prestamista de última instancia, y disposiciones sobre la independencia financiera. También se incorpora un quinto criterio, sobre todo, la obligatoriedad en materia de rendición de cuentas y transparencia¹³. Después de aplicar una ponderación diferente a cada criterio, el valor resultante de este índice aplica un puntaje cuyo valor varía de acuerdo con una escala comprendida entre cero y uno. En especial, el primer criterio mide la autonomía política de los bancos centrales evaluando la forma en que se nombra a los gobernadores y a los miembros del directorio del banco central, la duración de su permanencia en el cargo —en relación con la duración del mandato del Poder Ejecutivo— y las disposiciones legales previstas para su destitución. Por ejemplo, se asigna una ponderación de 20% cuando existen las disposiciones legales que desligan a la política monetaria de los ciclos político-económicos. El segundo criterio se refiere a la índole del mandato del banco central y se asignan los puntajes más altos a los bancos que se fijan principalmente el objetivo de preservar la estabilidad de precios (15%). El tercer criterio reconoce la autonomía para la formulación de la política monetaria por parte del banco central (15%). El cuarto criterio recompensa

¹²A fin de evitar que el gobierno emita un cheque en blanco al banco central, este último debe impulsar políticas de gobernabilidad para dar transparencia a sus gastos operacionales, en especial, al gasto total en remuneraciones salariales y otros gastos administrativos.

¹³En Jácome y Vázquez (2005) se presentan en detalle las especificaciones sobre este índice y sus diferencias respecto al índice de Cukierman.

las restricciones que se le imponen al banco central para otorgar crédito al gobierno, pero también penaliza las disposiciones que suponen un margen de maniobra excesivo para la monetización cuando el banco central actúa como prestamista de última instancia. Además, se asignan puntajes altos a los fundamentos jurídicos que exigen al gobierno que preserve la integridad financiera del banco central (40%). El quinto criterio evalúa favorablemente la obligatoriedad en materia de rendición de cuentas y transparencia (10%).

Cabe señalar que, en la actualidad, con la aplicación de este índice a la legislación de la banca central —y a los aspectos pertinentes de las constituciones nacionales—, los bancos centrales de América Central son más independientes que en el período anterior a la reforma (gráfico 6.3)¹⁴. Pero, aún se encuentran rezagados con respecto a la mayoría de los bancos centrales de América del Sur y México (gráfico 6.4). Un análisis por grupo pone de manifiesto los aspectos de los bancos centrales de América Central que por ley resultan ser menos independientes que los de América del Sur y México. Si se descompone el índice en los cinco criterios principales anteriormente descritos, las deficiencias importantes tienen que ver con los criterios referentes a la autonomía política y su mandato (cuadro 6.1). La autonomía política es mayor en gran parte de los demás bancos centrales de la región debido a que el nombramiento y la destitución de los entes gubernamentales requiere, por lo general, la aprobación del Poder Legislativo, y debido a que el período de permanencia en el cargo excede de los calendarios electorales o se superpone con ellos, motivo por el cual se reduce la exposición del banco central a posibles interferencias políticas. A su vez, el mandato de los bancos centrales de los demás países de América Latina se centra en preservar la estabilidad de precios, lo que los hace menos propensos a enfrentar conflictos de política que en América Central, donde los estatutos de la banca central en ocasiones les asignan objetivos contradictorios.

No obstante, los bancos centrales centroamericanos registran un mejor desempeño cuando se trata de medir la autonomía para la formulación de su política, puesto que otros países de América Latina como Argentina, México y Venezuela, se enfrentan *de jure* con la influencia del Poder Ejecutivo y del Legislativo en la formulación de la política cambiaría¹⁵. Otro factor subyacente a este resultado obedece a la disposición

que faculta a los bancos centrales de América Central a restringir la expansión de la deuda pública.

Ambos grupos de países obtienen un puntaje más cercano en cuanto a las restricciones para otorgar crédito al gobierno y a las disposiciones relativas a la rendición de cuentas. Estas últimas exigencias reflejan el consenso general que existe en torno al efecto inflacionario que genera la monetización del déficit fiscal, y la importancia que reviste el hecho de responsabilizar al banco central por sus actos como elemento clave de su autonomía.

Reforma de la banca central e inflación

En la mayoría de los países de América Central, los años que siguieron a la reforma de la banca central coinciden con un período de baja inflación. Los últimos países en realizar reformas —Guatemala y la República Dominicana— se caracterizan por ser la excepción. En la República Dominicana la inflación se disparó tras la profunda crisis bancaria de 2003, mientras que en Guatemala repuntó debido a los efectos negativos ocasionados por el shock petrolero de 2004–05. Los otros países —incluido El Salvador en la década de los noventa— mostraron una tendencia inflacionaria decreciente a raíz de la adopción de la reforma institucional de los bancos centrales, aunque en ningún país, con excepción de El Salvador, la inflación logró bajar a un nivel considerado estable, medida como el incremento de precios de los países industriales.

Si bien la reforma de los bancos centrales no constituyó un factor detonante para reducir la inflación en América Central, sí sirvió para asegurar y preservar el ímpetu de la política monetaria antiinflacionaria. De hecho, no existen bases para establecer una causalidad en la reducción de la inflación en América Central como resultado de una mayor independencia jurídica del banco central dado que, en la mayoría de los países, la inflación ya venía registrando un descenso cuando se adoptaron las reformas jurídicas del banco central (gráfico 6.5)¹⁶.

Pese al éxito obtenido por los países centroamericanos en la reducción de la inflación, no hay cabida para la complacencia. Por una parte, la inflación nunca llegó a concretarse en una estabilidad de precios, como sucedió en otros países de América Latina. Por otra parte, la inflación repuntó de nuevo en todos los países ante el actual shock petrolero más que en los demás países de la región. Esta situación se hace evidente cuando se compara la inflación promedio de América Latina durante los períodos 2000–03 y 2004–05, y así

¹⁴El ligero deterioro de la autonomía del Banco Central de Honduras que se produjo tras la reforma de 2000 se debe a que en la actualidad el Poder Ejecutivo tiene más potestades que antes para destituir a los miembros del Directorio.

¹⁵En la práctica, esta distorsión no es un problema grave cuando los países han adoptado un tipo de cambio flexible, como México, aunque afecta el hecho de que el banco central aun no disponga de autonomía práctica para mantener una política dirigida a acumular reservas internacionales.

¹⁶Este resultado es congruente con el obtenido del análisis empírico realizado por Jácome y Vázquez (2005) para América Latina y el Caribe.

Gráfico 6.3. Independencia jurídica del banco central antes y después de la reforma

(Índice)

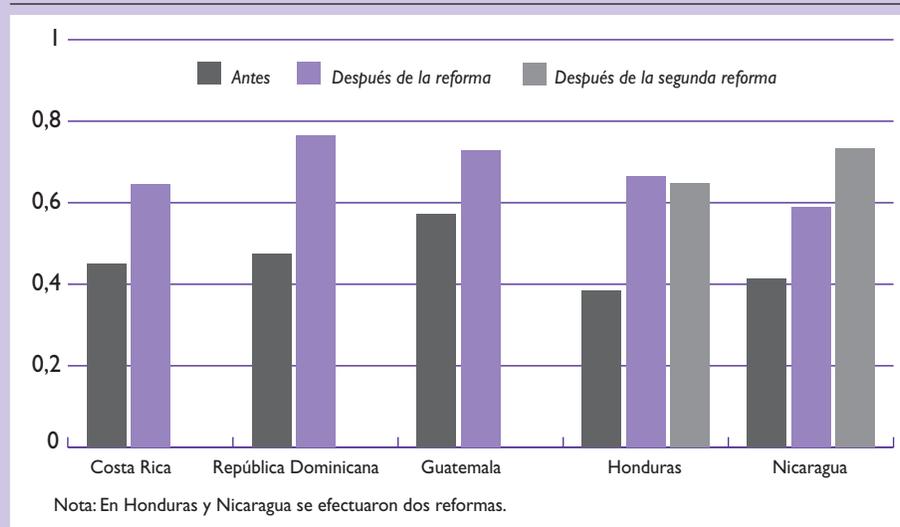
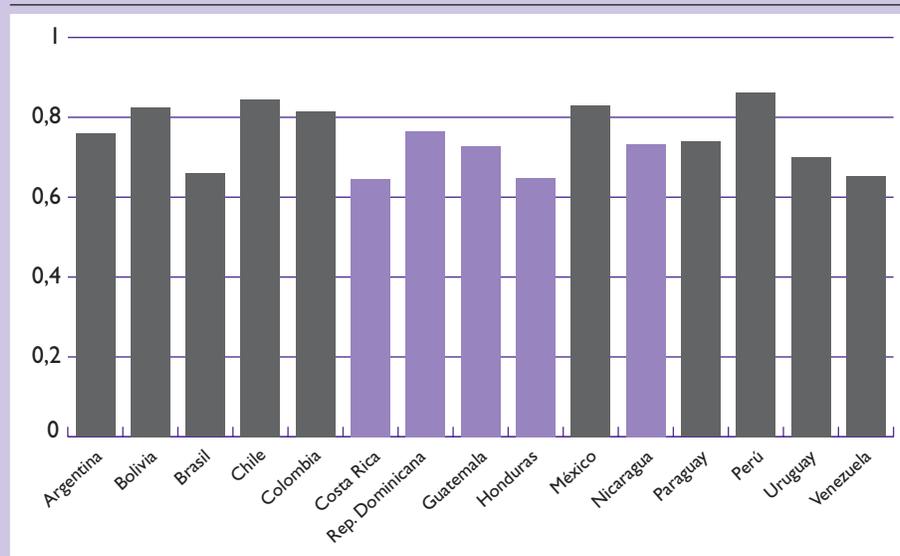


Gráfico 6.4. Independencia jurídica del banco central en toda América Latina

(Índice)



se observa que en el último período, cuando los precios del petróleo alcanzaron niveles récord, el mayor aumento de la inflación tuvo lugar en América Central (Venezuela tuvo un aumento más alto, pero no pertenece a la región)¹⁷.

¹⁷En especial, los países de América Central registraron un nivel más alto que el de Chile, Perú, Colombia, Bolivia y México; la

Esta vulnerabilidad aparentemente mayor de las economías de América Central a los shocks externos reales puede atribuirse, por lo menos parcialmente, a la independencia jurídica más baja del banco central con respecto a la mayoría de la de los demás países de

República Dominicana mostró un comportamiento atípico como resultado de los efectos de la crisis bancaria sistémica de 2003.

Cuadro 6.1. Desglose del índice de independencia jurídica del banco central: América Central en comparación con América del Sur y México

	América del Sur y México	América Central
Índice total en 2005	0,769	0,704
Autonomía política	0,759	0,318
Mandato del banco central	0,800	0,650
Formulación de la política monetaria	0,720	0,896
Concesión de crédito	0,753	0,820
Rendición de cuentas	0,875	0,800

América Latina. Como se muestra en los gráficos 6.6 y 6.7, la correlación inversa que se observa entre la independencia jurídica del banco central y la inflación en América Latina se incrementó en el período 2004–05, lo que sugiere que los bancos centrales más independientes se han ubicado en una posición más sólida para capear los efectos inflacionarios de los últimos shocks de precios del petróleo¹⁸.

La noción que sustenta esta afirmación es que cuanto mayor sea la independencia del banco central, mayor será su credibilidad y, por lo tanto, tendrá más capaci-

¹⁸Además de los países centroamericanos, los datos incluyen observaciones para todos los países de América del Sur (con excepción de Ecuador) y México.

Gráfico 6.5. Reforma del banco central e inflación en América Central
(Porcentaje)

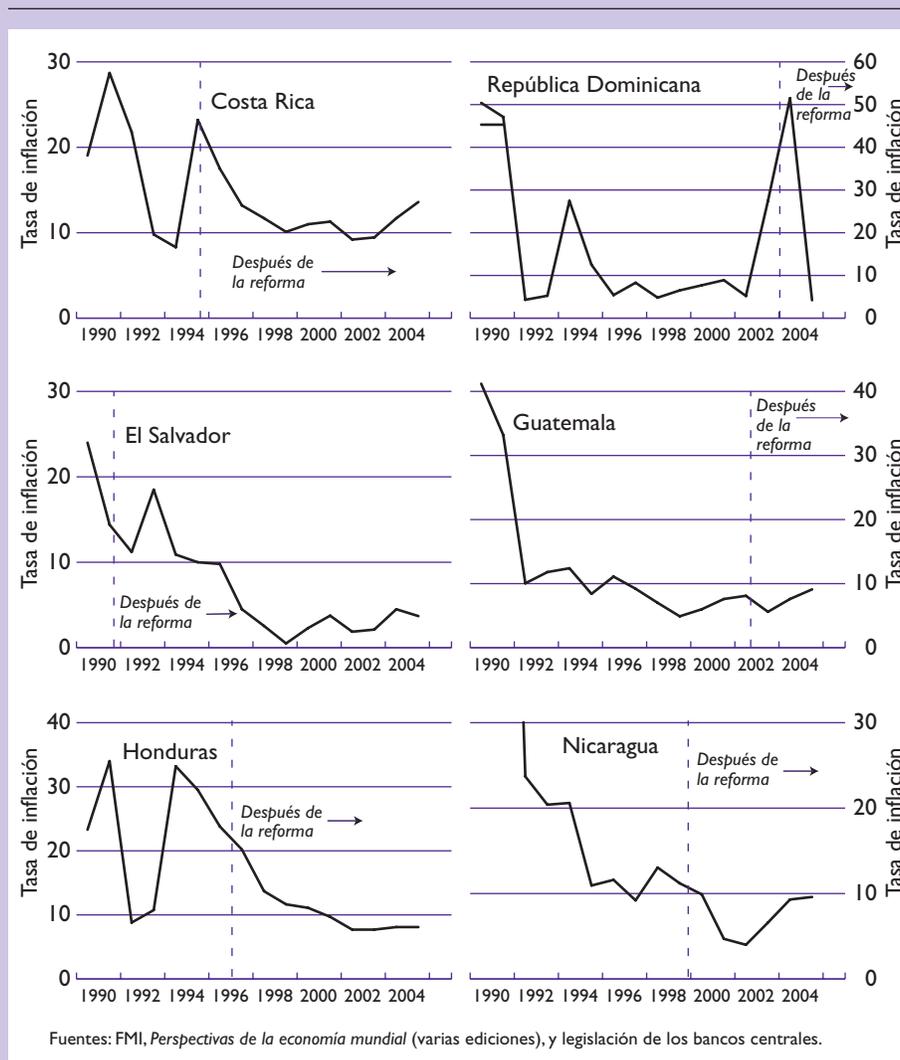
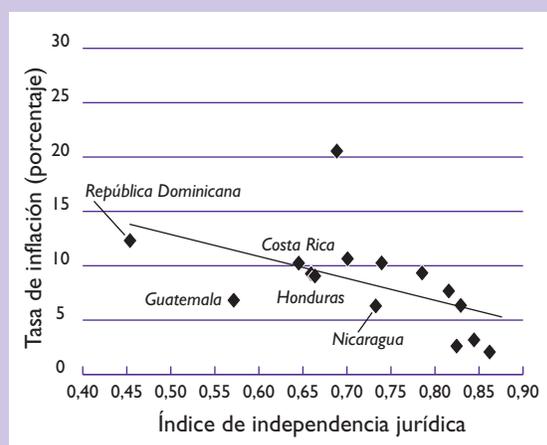


Gráfico 6.6. Inflación e independencia jurídica del banco central en América Latina; 2000–03



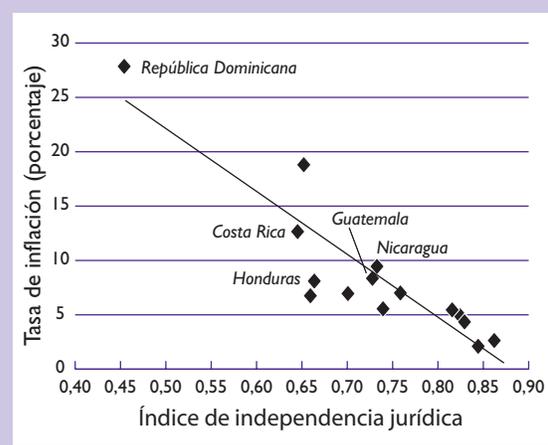
dad para atenuar el efecto de la inflación resultante del traslado del encarecimiento de los precios mundiales del petróleo a los precios internos¹⁹.

Este resultado no puede explicarse por el hecho de que las economías de América Central sean importadoras de petróleo y, por lo tanto, hayan trasladado la totalidad del aumento de los precios del petróleo a los precios internos de los combustibles. De hecho, muchos países de América Latina aplicaron la misma regla y hasta ahora han logrado obtener mejores resultados en materia de inflación. Por ejemplo, mientras que Chile, Colombia y Perú —que cuentan con los bancos centrales más independientes de la región— permitieron incluso una mayor transmisión de los precios mundiales del petróleo a los precios internos de los combustibles, este efecto no se tomó tanto en cuenta en el índice de precios al consumidor como en los países de América Central²⁰. ¿Por qué? Porque aunque todos los países lograron absorber la primera ronda de efectos del shock petrolero, los bancos centrales de esos tres países de América del Sur pudieron atenuar mejor los efectos de la segunda ronda sobre la inflación. Este último resultado está asociado con la mejor conducción y/o la

¹⁹La idea central del argumento es más contundente cuando se excluye de los gráficos a la República Dominicana, lo que se debe, en parte, a que los bancos centrales de países como Colombia, México y Chile en 2004 y Perú en 2005 siguieron reduciendo la inflación a pesar de los efectos negativos del shock petrolero.

²⁰Según lo que se indica en FMI (2006) el traslado a los precios nacionales de la gasolina durante 2003–05 en Chile, Colombia y Perú fue mayor que el registrado en todos los países de nuestra muestra, con excepción de la República Dominicana.

Gráfico 6.7. Inflación e independencia jurídica del banco central en América Latina; 2004–05



mayor credibilidad de la política monetaria para combatir la inflación.

Formulación y ejecución de la política monetaria

América Central cuenta con una larga tradición de regímenes de política monetaria basados en el tipo de cambio. Además del siglo de dolarización formal que ha tenido lugar en Panamá, El Salvador ha mantenido un largo período de tipos de cambio fijo antes de adoptar el dólar como moneda de curso legal en 2001. Costa Rica, Honduras y Nicaragua han seguido una estrategia basada en objetivos de tipo de cambio, que se interrumpió brevemente en algunos de estos países a principios de la década de los noventa. En virtud de las características económicas estructurales de los países de América Central, esta característica de la política no es sorprendente. Las economías de la región, por lo general, son muy abiertas, están estrechamente integradas con la economía de Estados Unidos y cada vez se dolarizan más. Por consiguiente, el sector externo es el principal motor de la actividad económica, y el mercado estadounidense compra la mayoría de las exportaciones²¹. En esta coyuntura y con la inflación relativamente alta, la dolarización se convirtió en la respuesta natural de los agentes económicos, en especial, en los países donde no

²¹En especial, en Honduras y Nicaragua, el monto total de exportaciones e importaciones de bienes —incluidas las exportaciones netas de las maquiladoras— excede del 80% del PIB, y más de la mitad de las exportaciones se destinan a Estados Unidos.

Cuadro 6.2. Taxonomía de las estrategias de política monetaria

	Fijación de objetivos monetarios explícitos	Fijación de objetivos cambiarios explícitos	Fijación de objetivos explícitos de inflación
Meta final de la política	Inflación	Competitividad	Inflación
Meta secundaria de la política	Competitividad	Inflación	Competitividad
Objetivo intermedio	Oferta monetaria	Tipo de cambio real	Inflación pronosticada
Objetivo operacional	Base monetaria	Tasa de deslizamiento	Tasa de interés interbancaria día a día
Amortiguador principal	Tipo de cambio nominal	Reservas internacionales	Tipo de cambio nominal
Amortiguador secundario	Tasa de interés real	Tasa de interés real	Tasa de interés real

se permitía la fluctuación del tipo de cambio²². Dado que el tipo de cambio desempeñó una función clave en la actividad económica y la formación de precios —y, en general, en las decisiones relativas al consumo y la inversión— las autoridades de América Central responsables de formular la política económica han concedido históricamente, de manera explícita (en virtud de su mandato) o implícita, gran importancia a la estabilidad externa de la moneda nacional.

Si bien la estrategia basada en objetivos de tipo de cambio se ha visto favorecida por las medidas adoptadas para combatir la inflación, también ha acarreado costos. A diferencia de lo sucedido en otros países de América Latina, el uso del tipo de cambio para contener las expectativas de inflación en América Central —acompañado de una política de prudencia fiscal— fue eficaz para reducir y mantener la inflación en un nivel relativamente bajo. No obstante, esta estrategia también impulsó la dolarización de los participantes del mercado sin que se tomaran las medidas adecuadas de cobertura de riesgos. En este entorno, los bancos centrales de América Central desarrollaron el síndrome del “temor a la flotación” (Calvo y Reinhart, 2002) y cayeron en un círculo vicioso, donde la dolarización sin cobertura de riesgos impidió que los bancos centrales ajustaran el tipo de cambio —a fin de no causar daños a los balances financieros de los agentes económicos—, y la falta de flexibilidad del tipo de cambio propició aún más la dolarización sin cobertura de riesgos. Además, es posible que la estrategia basada en objetivos de tipo de cambio real haya imprimido inercia a la inflación, obstaculizando así su convergencia hacia la estabilidad de precios.

En los párrafos siguientes de esta sección se examinan brevemente las principales características de la formulación y ejecución de la política monetaria en

los países centroamericanos y su evolución reciente. Empleamos una taxonomía de los regímenes de política monetaria como pauta para hacer la distinción entre fijación de objetivos explícitos monetarios, de tipo de cambio y de inflación. Esta taxonomía ofrece un marco analítico completo y coherente para caracterizar los regímenes de política monetaria y los mecanismos operacionales relacionados (cuadro 6.2).

La taxonomía escogida se basa en la identificación de la meta final de la política pero también en el principal amortiguador de los objetivos de política, y en los objetivos intermedios y operacionales correspondientes a cada régimen. Así, la estrategia basada en la fijación de objetivos explícitos monetarios y de inflación hará que el tipo de cambio funcione como amortiguador principal ante los shocks exógenos o inducidos por la política, mientras que la estrategia de objetivos de tipo de cambio se basa en las reservas internacionales como su principal amortiguador. Además, la experiencia práctica muestra que la tasa de interés real es un amortiguador secundario en todas las estrategias de política monetaria. Por otra parte, la estrategia de objetivos explícitos monetarios y de inflación comparten la misma meta primaria, pero difieren en cuanto a las metas intermedias y operacionales que se emplean para lograr su meta final. A su vez, la estrategia basada en objetivos de tipo de cambio asigna la prioridad a la competitividad de las actividades transables como objetivo de política, y se basa en el tipo de cambio y su tasa de deslizamiento como objetivos intermedios y operacionales, respectivamente.

Tendencias recientes en la formulación de políticas

De manera formal, todos los países centroamericanos emplean la programación financiera como piedra angular de la formulación de la política monetaria, pero han adoptado regímenes monetarios diferentes (cuadro 6A.2). Costa Rica, Honduras y Nicaragua aplican una estrategia de fijación de objetivos explícitos de tipo de cambio. En especial, Nicaragua ha puesto en marcha un

²²La dolarización financiera —definida como la razón entre los depósitos en moneda extranjera y el total de depósitos, excluidas las instituciones extraterritoriales— a fines de 2005, es particularmente notoria en Nicaragua (cerca del 70%), Costa Rica (más del 55%, y 75% cuando se incluyen las instituciones extraterritoriales) y Honduras (cerca del 40%).

régimen de paridad móvil; Costa Rica introdujo recientemente una banda que sustituye a la paridad móvil, y Honduras ha operado con una banda más ancha, aunque de hecho, era una paridad móvil si se tiene en cuenta que el tipo de cambio se fue ubicando siempre en el límite inferior de la banda cambiaria²³. En cambio, la República Dominicana y Guatemala permiten que el tipo de cambio se ajuste, aunque, en la práctica, con limitaciones²⁴ y están clasificados como países que fijan objetivos monetarios y de inflación explícitos, respectivamente (FMI, 2005). Por consiguiente, como son economías pequeñas y muy abiertas, los países de América Central hacen uso del tipo de cambio como factor principal que orienta las expectativas inflacionarias.

Si bien en teoría la fijación de objetivos de tipo de cambio no deja margen de maniobra en la política monetaria, los bancos centrales de América Central que siguen una estrategia basada en objetivos de tipo de cambio identifican a los agregados monetarios como objetivos intermedios (véase el cuadro 6A.1). Por definición, la fijación de los objetivos del tipo de cambio convierte a la política monetaria en un factor endógeno siempre que exista una perfecta movilidad de capitales. Entonces, ¿cómo podríamos explicar esta aparente contradicción? Desde una perspectiva práctica, esta se debe a que los bancos centrales de América Central han sido creados tomando como modelo un marco de programación financiera tradicional, y por ello se fijan como objetivo los agregados monetarios y suelen ajustar las tasas de inflación en caso de ocurrir desviaciones de las metas. De cualquier modo, esto puede operar —en el corto plazo— porque a pesar de tener cuentas de capital abiertas, los países de América Central tienen poca movilidad del capital²⁵. Como resultado, la así llamada “trinidad imposible” puede ser menos rígida, y, por consiguiente, los bancos centrales pueden disfrutar de un cierto margen de maniobra para influir en la oferta monetaria²⁶.

Habida cuenta de que la inflación no ha convergido hacia la estabilidad de precios, algunos países de la

región comenzaron a reconsiderar sus regímenes de política monetaria. Recientemente Guatemala introdujo un régimen de fijación de objetivos de inflación explícitos después de haber abandonado en forma gradual su estrategia monetaria anterior. La reforma de la ley orgánica del Banco de Guatemala, emitida en el año 2002, fue un hito en el fortalecimiento de la autonomía del banco central. Con base en esta mayor autonomía operacional, recientemente intensificó su capacidad para modelar y pronosticar la inflación, así como la transparencia en la formulación y ejecución de la política monetaria, todos ellos elementos fundamentales para establecer un régimen de fijación de objetivos de inflación explícitos²⁷. Parece ser que Costa Rica está avanzando en la misma dirección. Sin embargo, su transición a la estrategia de fijación de objetivos de inflación va a ser más difícil, ya que también le obliga al traspaso hacia un régimen de tipo de cambio flexible tras 20 años de mantener un régimen de tipo de cambio reptante. Ya se ha dado inicio a esta transición con la reciente introducción de una banda cambiaria que reemplaza al antiguo régimen cambiario.

¿En que medida se ajusta esta breve caracterización de los regímenes de política monetaria de América Central —basada en la información de los bancos centrales— al comportamiento efectivo de los bancos centrales? La información que se presenta en el cuadro 6.3 ofrece algunas respuestas preliminares a esta pregunta. Allí se muestra la volatilidad de las variables monetarias macroeconómicas relevantes del período 2000–05 a fin de ilustrar el régimen de política que adoptan en la actualidad los cinco países centroamericanos. Seguidamente comparamos los resultados con cálculos semejantes realizados para otros países de América Latina, entre ellos Bolivia, que establece objetivos de tipo de cambio, y Chile, Colombia, México y Perú que establecen objetivos de inflación.

Los resultados generan dudas acerca del verdadero marco de política económica que impera en algunos países de América Central. Solo nos permiten clasificar a Costa Rica y Nicaragua, y en menor medida a Honduras —debido a la baja variabilidad de las reservas internacionales— como países que adoptan una estrategia de objetivos de tipo de cambio. Por otra parte, resulta más difícil determinar el régimen de política que han adoptado la República Dominicana y, en especial, Guatemala. Ambos países presentan mayor flexibilidad cambiaria que los otros tres, pero mucho menor que los países latinoamericanos que siguen una estrategia basada en objetivos de inflación, lo que da indicios de que Guatemala y la República Dominicana se preocupan sistemáticamente por la estabilidad del

²³Recientemente se ha clasificado a Honduras como un país con un régimen cambiario de paridad fija debido a que el límite inferior de la banda se volvió una línea horizontal.

²⁴En 2004, la tendencia a la apreciación del tipo de cambio registrada en Guatemala —asociada al aumento repentino de la entrada de flujos de capital— se combinó con un aumento de más del 20% de las reservas internacionales. La intervención del Banco de Guatemala en el mercado de divisas explica una buena parte de este aumento.

²⁵Por ejemplo, en Honduras, la movilidad del capital se ve obstaculizada por los efectos restrictivos impuestos por la obligatoriedad de cesión de divisas al banco central, mientras que en Costa Rica los bancos comerciales no están habilitados para incrementar su posición neta en divisas más allá de 0,5% por día.

²⁶Más aún, un componente significativo de los flujos de capital que llega a América Central son las remesas enviadas por familias que trabajan en Estados Unidos, las cuales son inelásticas a las variaciones de las tasas de interés nacionales.

²⁷La divulgación de un informe sobre la inflación y la publicación de las actas de las reuniones del Comité de Política Monetaria son dos importantes hitos en el fortalecimiento de la transparencia de la política monetaria en Guatemala.

Cuadro 6.3. Volatilidad de una selección de variables macroeconómicas; 2000–05*(Desviaciones estándar)*

	Depreciación nominal	Reservas (variación porcentual)	Tasas de interés reales
América Central y República Dominicana			
Costa Rica	0,13	7,54	2,19
Guatemala ¹	0,71	6,69	1,74
Honduras	0,16	2,92	1,42
Nicaragua ^{1,2}	0,05	7,40	3,75
República Dominicana ¹	1,14	9,88	3,11
Otros países de América Latina			
Bolivia	0,27	8,43	3,67
Chile	2,51	2,62	2,60
Colombia	2,23	2,41	1,36
México	1,71	2,89	2,52
Perú	0,93	3,04	4,72

¹El cálculo cubre el período comprendido entre 1996–2002 para la República Dominicana y 2002 en adelante para Nicaragua con el fin de evitar introducir los efectos sobre las variables monetarias de las crisis bancarias sistémicas. En Guatemala, el período empieza después de fines de 2001, cuando la colocación de una cuantiosa deuda soberana generó un aumento único de 50% de las reservas internacionales.

²Para Nicaragua, dada la falta de series congruentes de tasas de interés del banco central, se utilizó la tasa de los depósitos a un mes de los bancos comerciales como sustituto imperfecto.

tipo de cambio. Sobre estas bases, parece ser que, en la práctica, Guatemala aún no opera con una estrategia de fijación de objetivos de inflación, sino más bien con una estrategia híbrida que combina la fijación de objetivos de inflación y de tipo de cambio, dada la alta variabilidad de las reservas internacionales. El desempeño de las tasas de interés reales —con respecto a la inflación contemporánea— no exhibe mayores diferencias entre los países, lo que supone que todos utilizan las tasas de interés reales como amortiguadores.

Modernización del marco operacional

En la actualidad, todos los países de América Central recurren al uso de instrumentos indirectos para la conducción de la política monetaria. El encaje legal se utiliza en todos los países, pero no es considerado un instrumento dinámico de control monetario, con excepción quizá de Nicaragua, que impone reglas más estrictas sobre el encaje legal cuando se ve amenazado el objetivo de reservas internacionales. En general, en la mayoría de los países, el encaje legal ha permanecido casi invariable con el correr del tiempo y se ha ubicado en un nivel cercano al 15% (cuadro 6A.2). Desde otra perspectiva, el encaje legal se utiliza como protección ante una posible insuficiencia de liquidez del sistema bancario. En Honduras, también se utiliza como protección para enfrentar las limitaciones que impone la

dolarización financiera a la labor que desempeña el banco central como prestamista de última instancia, estableciendo tasas discriminatorias contra los depósitos en moneda extranjera.

Con el propósito de dar forma a la autonomía operacional que han establecido los nuevos estatutos de los bancos centrales, la mayoría de los países centroamericanos han creado comités de operaciones de mercado abierto. Los nuevos mecanismos institucionales buscan fortalecer la capacidad de respuesta de la política a corto plazo, además de separar la formulación de la aplicación de la política monetaria, siendo esta última normalmente responsabilidad del directorio del banco central en esos países. Tal como se examinó con anterioridad en este capítulo, esta reforma reviste particular importancia en América Central, dada la escasa independencia política de la que gozan los bancos centrales. Hasta ahora, la reforma institucional no ha producido todos sus frutos, ya que la conducción de la política monetaria muestra deficiencias importantes.

En la mayoría de los países centroamericanos, la política monetaria carece de eficacia. Los principales instrumentos de política monetaria son las operaciones de mercado abierto, las cuales se emplean para guiar los agregados monetarios dentro de los límites establecidos por la programación financiera del banco central. Sin embargo, la eficacia de las operaciones de mercado abierto se ve obstaculizada debido a que no se realizan

según las premisas del mercado²⁸. En especial, no se permite ajustar las tasas de interés de modo que reflejen las preferencias y expectativas del mercado. Los bancos centrales utilizan tasas de corte para restringir el aumento de la tasa de interés, ya sea por posibles presiones políticas si se considera que ese aumento atenta contra el crecimiento económico, o bien debido a las limitaciones impuestas por la posición financiera, de por sí débil, de la mayoría de los bancos centrales²⁹. De acuerdo con estas condiciones, en ninguno de los países existe una curva de rendimientos significativa, lo que impide a los bancos centrales obtener información valiosa acerca de las expectativas de inflación de los mercados. Además, los bancos centrales no aspiran a manejar la liquidez a corto plazo y, por lo tanto, en algunos países las tasas de interés interbancarias a corto plazo suelen ser volátiles, situación que se ve exacerbada porque los mercados monetarios son relativamente poco profundos.

Recientemente, Costa Rica, Guatemala, Honduras y la República Dominicana establecieron una tasa de interés de política, habitualmente una tasa de interés de corto plazo que poco ha logrado mejorar los mecanismos de transmisión de la política monetaria³⁰. Con esta innovación, los bancos centrales tratan de usar un instrumento operativo para dar más eficacia a la política monetaria y señalar los cambios en su orientación. En la práctica, sin embargo, la tasa de interés de política tiene poca o ninguna función, ya que las tasas de interés del mercado rara vez cambian debido a esas variaciones. La ausencia de una gestión adecuada de la liquidez por parte de los bancos centrales contribuye a explicar esta falta de vinculación, ya que la tasa de interés de intervención de los bancos no refleja las condiciones de liquidez subyacentes. En Costa Rica y Honduras, la eficacia de la tasa de interés de intervención está limitada por el régimen cambiario, dado que la

tasa de deslizamiento constituye, de hecho, el objetivo operacional, y porque este régimen de política reduce la capacidad de los bancos centrales para controlar la liquidez sistémica.

Otro factor que ha obstaculizado la eficacia de la política monetaria en los últimos dos años se deriva de la persistencia de los flujos de entrada de capital. Para enfrentar esta situación, los bancos centrales intervienen en el mercado de divisas con objeto de impedir la apreciación de las monedas nacionales y, de ese modo, impulsan un aumento persistente de reservas internacionales. Al mismo tiempo, a fin de evitar la monetización excesiva, los bancos centrales han intensificado la esterilización por medio de las operaciones de mercado abierto y, en muchos casos, por medio de facilidades de depósito permanentes —por lo general con vencimiento a corto plazo— ante el temor de exacerbar las pérdidas del banco central y perpetuar la entrada de capitales debido a la prima que se paga en las tasas de interés nacionales respecto a las tasas de interés en dólares. En última instancia, el excedente de liquidez ha imperado en la mayoría de los países, lo que suele limitar la eficacia de la política monetaria debido a que el banco central pierde capacidad para influir en las tasas de interés de la banca comercial a corto y, por consiguiente, a largo plazo.

Regularidades empíricas que sustentan la caracterización de la política monetaria

En la presente sección se examina la política monetaria de los países centroamericanos mediante la estimación de funciones de reacción de los bancos centrales. Este ejercicio tiene el propósito de evaluar, en forma preliminar, cómo ha reaccionado en la práctica la política monetaria en cada país ante los cambios recientes de los parámetros fundamentales de la economía y, en especial, ante la inflación. La idea principal que sustenta al análisis propuesto es la de averiguar si los bancos centrales operan de acuerdo con reglas claras y predecibles que, con el paso del tiempo, los vuelven más propensos a dar lugar a tasas más bajas de inflación. También nos permite verificar empíricamente la caracterización de la política monetaria según se describe en la información entregada por los bancos centrales (cuadro 6A.2).

Metodología

El análisis se centra en la función de reacción estándar basada en la tasa de interés como instrumento de política, pero también se evalúan las funciones de reacción del deslizamiento del tipo de cambio y de la base monetaria. Se justifica la ampliación del análisis del enfoque estándar, dada la heterogeneidad de los regímenes de política monetaria observados en América

²⁸Existen también otras prácticas que en potencia obstaculizan la eficacia de la política monetaria. Por ejemplo, en la República Dominicana, el banco central se enfoca simultáneamente en la gestión de la deuda interna, que a veces no concuerda con el logro de las metas de la política monetaria. Otro ejemplo es el del Banco Central de Costa Rica, que conduce a la vez subastas de valores públicos y sus propios títulos (de igual vencimiento), y que define una única tasa de corte junto con la Tesorería. Si el banco central necesita adoptar una política monetaria más restrictiva, surge un conflicto de objetivos debido a que el gobierno por lo general prefiere tasas de interés bajas a fin de reducir al mínimo el costo del servicio de la cuantiosa deuda soberana actual.

²⁹En América Central, los déficits del banco central se ubican en niveles tan altos que llegan a sobrepasar el 1% del PIB en la mayoría de los países. En la medida en que las pérdidas operativas del banco central se convierten en una distorsión continua, los mercados ponen en duda la capacidad a largo plazo de los bancos para preservar la estabilidad de precios.

³⁰Guatemala y Honduras eligieron la tasa de interés del banco central a siete días, mientras que Costa Rica, inicialmente, seleccionó una tasa de interés a 30 días y, posteriormente, una tasa de interés de los préstamos a un día que se pagan a los depósitos en el banco central.

Central, que incluyen la fijación de objetivos explícitos monetarios, del tipo de cambio y de la inflación³¹.

En este contexto, en el presente capítulo se emplea una combinación de instrumentos de política para estimar, por separado, varias funciones de reacción siguiendo los lineamientos generales de Taylor (1993), Parrado (2004) y McCallum (1988), según sea el instrumento en cuestión³²:

$$i_t = (1-\rho)\alpha + (1-\rho)\beta\pi_{t+n} + (1-\rho)\gamma x_{t+m} + \rho i_{t-1} + \varepsilon_t \quad (1)$$

$$\Delta e_t = (1-\rho)\alpha + (1-\rho)\beta\pi_{t+n} + (1-\rho)\gamma x_{t+m} + \rho \Delta e_{t-1} + \varepsilon_t \quad (2)$$

$$\Delta m_t = (1-\rho)\alpha + (1-\rho)\beta\pi_{t+n} + (1-\rho)\gamma x_{t+m} + \rho \Delta m_{t-1} + \varepsilon_t \quad (3)$$

donde i es la tasa de interés de intervención o tasa de repo, π es la tasa de inflación, x es la brecha del producto, m es el agregado monetario definido como el objetivo intermedio (comúnmente, la base monetaria) y e es el tipo de cambio. Para la estimación se aplica el método generalizado de momentos.

El enfoque metodológico que se siguió es el de “dejar que los números hablen” y, por lo tanto, estimamos las tres ecuaciones de cada país sin tener en cuenta la caracterización a priori que se haya hecho del régimen actual de la política monetaria. En virtud de la aparente incongruencia que se observa entre la caracterización del régimen de la política de los bancos centrales de América Central —según el apéndice 6A.2— y la manera en que, en principio, parece funcionar realmente su política monetaria (cuadro 6.3), estimamos las tres funciones de reacción, aunque pusimos más énfasis en las primeras dos ecuaciones, que describen mejor la gestión de la política monetaria en la mayoría de los países centroamericanos.

La ecuación (1) proporciona el marco analítico crucial para determinar las funciones de reacción de los bancos centrales. Por una parte, los regímenes que se basan en un ancla monetaria ajustan las tasas de interés con el propósito de incidir en los agregados monetarios e, indirectamente, en la inflación. Por otra parte, incluso los bancos centrales que han adoptado tipos de cambio como ancla nominal pueden valerse de las tasas de interés como instrumento de política para defender la paridad, reducir la inflación o proteger las reservas internacionales en épocas de turbulencia financiera. A su vez, los países que fijan objetivos de inflación explícitos ajustan la tasa de interés como la variable de política que utilizan para orientar las expectativas y dirigir la inflación imperante en un momento específico hacia el nivel de inflación pronosticada.

La ecuación (2) por lo general ofrece información valiosa acerca de los países que recurren al tipo de cam-

bio ajustable como instrumento de política, pero quizá también sea pertinente en el caso de los regímenes de tipo de cambio flotante en la región. Esta ecuación suele suponer que la tasa de deslizamiento se ajusta en forma periódica para compensar los diferenciales de inflación respecto a su “objetivo”. Un ejemplo claro de este enfoque de política lo ilustra Singapur, donde las autoridades monetarias suponen que las economías abiertas y pequeñas no pueden administrar las tasas de interés y solo tienen control sobre el tipo de cambio³³. En algunos países, esta regla de política puede servir también para compensar los diferenciales entre el producto efectivo y el potencial. Desde este enfoque, esta regla de política podría no ser tan pertinente para América Central. Si bien la estrategia de fijación de objetivos explícitos de tipo de cambio puede emitir algunas señales sobre el rumbo que sigue la política cambiaria a largo plazo, la información cuenta con menos bases en Costa Rica y Nicaragua a corto plazo, ya que sus bancos centrales suelen favorecer una trayectoria predecible del tipo de cambio y, en consecuencia, no lo emplean como instrumento de política a corto plazo. Honduras, por su parte, puede ajustar la tasa de deslizamiento en el corto plazo y, por lo tanto, tiene la posibilidad de utilizarla como instrumento de política para moderar la inflación o dirigirla hacia el logro del objetivo fijado del tipo de cambio real. Por otra parte, la ecuación (2) puede también ser pertinente para medir hasta qué punto los bancos centrales que emplean regímenes cambiarios flexibles se preocupan, en realidad, por la competitividad de las actividades transables de las economías, que puede materializarse por medio de la intervención en el mercado de divisas.

Adaptamos la especificación de la ecuación (3) a fin de captar la reacción de las políticas de los bancos centrales que directamente ajustan los agregados monetarios en respuesta, por ejemplo, a las presiones inflacionarias. Así, lo anterior se aplica a los bancos centrales que han adoptado un régimen cambiario flexible, lo que les ofrece un margen de maniobra para la gestión exógena de los agregados monetarios. En especial, esta ecuación responde a la pregunta de si el banco central ajusta la base monetaria en respuesta a la inflación o a otros shocks de política. El experimento puede también aplicarse a los países que fijan objetivos explícitos de tipo de cambio, como Honduras y Nicaragua, los cuales han negociado programas económicos sucesivos con el FMI durante el período del análisis. Con base en el marco de política asociado a estos programas económicos, se considera que los bancos centrales deberán adoptar una política monetaria más restrictiva para hacer frente a las presiones inflacionarias.

³¹Corbo (2002) encuentra que, en el momento de determinar la tasa de interés de intervención, los bancos centrales tienen en cuenta no solo la inflación, sino también otros objetivos como el producto y el tipo de cambio.

³²Véanse más detalles en el apéndice 6.1.

³³En especial, la Autoridad Monetaria de Singapur utiliza en forma explícita un índice ponderado en función del comercio exterior para conducir la política monetaria y contrarrestar las fluctuaciones de la inflación y el producto. Véase Parrado (2004).

Como especificación de referencia, consideramos el producto y la inflación como los objetivos estándar de la política monetaria en las funciones de reacción de los bancos centrales. Según la función de reacción de que se trate, en la especificación de referencia incluimos otros objetivos como, por ejemplo, el tipo de cambio, el tipo de cambio real y las reservas internacionales, y analizamos el comportamiento de ciertos parámetros clave del modelo. En la especificación de referencia se da especial atención a los parámetros relacionados con la inflación y, en menor grado, al producto. Esto se debe a que, como hemos señalado anteriormente, la lucha contra la inflación constituye una característica dominante del mandato de los bancos centrales de América Central, en tanto que en sus estatutos ya no figuran los objetivos de mantener la estabilidad del producto o fomentar el crecimiento.

Datos

El análisis se basa en estadísticas mensuales para el período 1996–2005³⁴. El período seleccionado corresponde al horizonte cronológico posterior a la entrada en vigor del nuevo marco institucional que otorgó autonomía operacional más amplia a la mayoría de los bancos centrales. La elección de este período permite aislar el análisis del primer quinquenio de los años noventa, época en que América Central sufrió una persistente reducción de la inflación, la cual distorsionaría probablemente el análisis empírico. A fin de poder tener en cuenta el efecto negativo que ejercen las crisis sistémicas bancarias sobre la política monetaria, incluimos variables de control. En especial, en el cálculo de las estimaciones se hace abstracción de la orientación de la política monetaria expansionista asociada al involucramiento de los bancos centrales en las agudas crisis bancarias que azotaron a Nicaragua en el período 2001–02 y a la República Dominicana en 2003. Además, para determinar si últimamente el Banco de Guatemala ha formulado su política monetaria en el marco de una estrategia de objetivos explícitos de inflación, desglosamos el análisis para ese país en dos períodos³⁵.

Cada banco central suministró las series de datos correspondientes al producto y las tasas de interés. Para el producto utilizamos la serie mensual sobre la actividad económica, que es un sustituto imperfecto de la serie del PIB. Para las tasas de interés, no se dispuso de

una serie congruente del Banco Central de Nicaragua y, por lo tanto, se utilizó la tasa de interés de los depósitos con vencimiento a un mes de los bancos comerciales como sustituto imperfecto. Teniendo en cuenta estas advertencias, hay que proceder con cautela y no ser demasiado categóricos al interpretar los resultados empíricos de las funciones de reacción de los bancos centrales de América Central, en especial cuando se trata de analizar la respuesta de los instrumentos de política ante el comportamiento del producto.

Estimaciones

Los resultados que se desprenden de este análisis cuantitativo arrojan cierta luz sobre la manera cómo los bancos centrales en efecto implementan la política. En especial, muestran que, sea cual fuere el régimen monetario, todos los bancos centrales responden elevando las tasas de interés ante las presiones inflacionarias, pero que la magnitud de la respuesta difiere entre los países, de tal forma que algunos bancos centrales resultan ser, en consecuencia, más eficientes que otros en su esfuerzo por resistir las presiones inflacionarias. Las estimaciones también recalcan que algunos bancos centrales tratan de preservar de manera simultánea la estabilidad cambiaria, lo que puede crear conflictos en las políticas. Revelan también las dificultades que se presentan cuando se trata de determinar el objetivo del tipo de cambio real. Por último, sugieren que la mayoría de los bancos centrales restringen la circulación de dinero como medio para atacar la inflación, sin tener en cuenta si fijan metas monetarias o cambiarias.

Función de reacción de las tasas de interés

Si se supone un horizonte prospectivo de cero meses, los coeficientes asociados a la inflación esperada son positivos y significativos en todos los países. Indican que en respuesta a una variación de 1% de la inflación, la tasa de interés se modifica en un rango que oscila de 0,6% a casi 2% según el país (cuadro 6.4). El coeficiente asociado a la inflación es mucho mayor que 1 para Costa Rica y, en especial, para Guatemala —en ambos períodos— lo que indica que la tasa de interés real se mueve en la misma dirección que la tasa nominal. Esto significa que la tasa de interés se ve temporalmente afectada para influir en la demanda agregada y, por consiguiente, en la inflación (la función de la demanda agregada tiene, entonces, una pendiente negativa con respecto a la tasa de inflación). Por otra parte, el valor del coeficiente de inflación en Nicaragua, Honduras y la República Dominicana hace pensar en una reacción acomodaticia parcial, dado que el aumento de las tasas de interés nominales en respuesta a las presiones inflacionarias es insuficiente para evitar la caída de la tasa de interés real. Este resultado podría explicarse por el hecho de que los bancos centrales de ambos países

³⁴Los datos económicos de la República Dominicana se recopilaron trimestralmente porque este país no mide mensualmente la actividad económica.

³⁵Si bien el Banco de Guatemala sostiene que en 2000 había iniciado la transición gradual hacia la estrategia de fijación de metas explícitas de inflación, nosotros optamos por dividir artificialmente los dos períodos en relación con una cuantiosa colocación de deuda soberana que tuvo lugar a fines de 2001, la que produjo un incremento único de 50% de las reservas internacionales y, por lo tanto, representó una ruptura estructural de la serie de datos.

Cuadro 6.4. Función de reacción de la tasa de interés de los bancos centrales; 1996–2005

	Instrumento con desfase	Constante	Inflación	Producto	Tipo de cambio
Costa Rica	1,05* -90,03	-0,16 -2,17	1,25* -3,21	-0,27 -1,07	2,53* -3,98
Guatemala-1 ¹	0,94* -155,98	-0,11 -2,88	1,98* -5,32	1,11* -2,14	0,66* -5,68
Guatemala-2 ²	0,96* -476,23	-0,06 -3,67	1,93* -9,17	-0,21 -0,69	0,48* -4,98
Honduras	0,93* -72,89	-0,01 -0,46	0,62* -1,72	0,62* -4,99	0,89* -3,38
Nicaragua ³	0,96* -87,62	-0,06 -1,83	0,71* -2,18	-0,02 -0,17	0,73* -5,10
República Dominicana ^{3,4}	0,40 -1,41	-0,07 -0,77	0,70* -4,36	2,19* -2,05	0,03 -0,25

Nota: El estadístico t se presenta entre paréntesis. El asterisco indica que los coeficientes son estadísticamente significativos a un nivel de 5%.

¹Guatemala-1 se basa en el período comprendido entre 1996 y 2005.

²Guatemala-2 corresponde al período comprendido entre fines de 2001 y 2005, cuando el Banco de Guatemala, como parte de su estrategia de metas de inflación explícitas, empezó a formular e implementar la política monetaria.

³Se emplean variables ficticias para neutralizar los efectos de los períodos de crisis bancarias.

⁴Las estimaciones para la República Dominicana se basan en datos trimestrales.

pueden también recurrir a otros instrumentos de política para hacer frente a las presiones inflacionarias.

Las estimaciones también muestran que los bancos centrales, con excepción de la República Dominicana, reaccionan en forma positiva y significativa a las depreciaciones del tipo de cambio. Esta relación tiene por lo menos dos interpretaciones posibles, según sea el régimen de política monetaria en cada país, que en última instancia apuntan hacia el escenario del “temor a la flotación”. En un entorno de fijación de objetivos de tipo de cambio (Costa Rica, Honduras y Nicaragua), puede ocurrir que los bancos centrales aumenten las tasas de interés en respuesta a la depreciación del tipo de cambio a fin de preservar la condición de paridad cubierta de intereses. Otra razón para elevar las tasas de interés —sobre todo en Costa Rica debido al alto valor del coeficiente del tipo de cambio— es defender la trayectoria del tipo de cambio previamente anunciada para impedir perturbaciones importantes en el mercado de divisas, que podrían incidir negativamente sobre los balances de los participantes del mercado. De otra manera, cuando se trata de objetivos monetarios y de metas de inflación, esta reacción puede mostrar que los bancos centrales se preocupan también por la estabilidad cambiaria.

El interés que muestran los bancos centrales por preservar la estabilidad externa de sus monedas podría justificarse desde muchos frentes posibles. Una explicación sería que los bancos centrales creen que el efecto

traspaso del tipo de cambio a los precios es significativo y, por consiguiente, necesitan imponer un tope a las fluctuaciones de los tipos de cambio. Esta constituye una explicación factible en economías pequeñas y muy abiertas, como las de América Central, donde el desempeño del tipo de cambio tiene un gran efecto sobre la formación de precios. Otra posible racionalización sería que los bancos centrales de las economías centro-americanas asignan una ponderación relativamente más alta al tipo de cambio para mantener la competitividad comercial e incluso la estabilidad financiera. Respecto a esta última opción, Calvo y Reinhart (2002) sostienen que “el temor a la flotación” que existe en varios mercados emergentes se explica por la alta prima de riesgo que tienen que pagar debido a la baja credibilidad de sus instituciones y sus políticas. La resistencia a dejar flotar el tipo de cambio puede ser predominantemente alta en países con mercados poco profundos, los cuales tienden a adoptar un comportamiento de rebaño. Asimismo, las imperfecciones financieras como, por ejemplo, un monto cuantioso de deuda externa o la deuda indexada al tipo de cambio, como ocurre en Nicaragua y Costa Rica, justifican que se eviten las fluctuaciones del tipo de cambio. Eichengreen (2002) y Goldstein y Turner (2004) últimamente han puesto de relieve las consecuencias negativas que tiene la depreciación del tipo de cambio en los países con alto grado de dolarización. Las depreciaciones cambiarias pronunciadas pueden

provocar bancarrotas generalizadas, dado que el riesgo de crédito en divisas tiene un efecto negativo sobre los prestatarios sin cobertura de riesgos. Este impacto poco convencional y contradictorio de la depreciación del tipo de cambio lleva a los bancos centrales a elevar las tasas de interés para defenderse de fuertes shocks del tipo de cambio.

A pesar de las advertencias asociadas a las mediciones del producto en los países centroamericanos, cabe señalar el aparente papel anticíclico que desempeñan algunos bancos centrales. En especial, Guatemala durante la fase de fijación de objetivos monetarios, Honduras, y sobre todo la República Dominicana, parecen reducir las tasas de interés cuando se produce una desaceleración de la actividad económica.

Además, algunos bancos centrales ajustan inversamente las tasas de interés cuando hay variaciones de las reservas internacionales. En particular, los bancos centrales de Nicaragua, la República Dominicana y, especialmente, Costa Rica parecen aumentar las tasas de interés para salvaguardar la estabilidad de las reservas internacionales. Este comportamiento se puede interpretar como una medida que adoptan los bancos centrales para apuntalar la estabilidad del tipo de cambio, que en países con alta movilidad de capitales guarda una relación crucial con la preservación de un nivel adecuado de reservas internacionales.

Función de reacción del deslizamiento del tipo de cambio

Si bien en general las estimaciones de esta función de reacción suelen arrojar coeficientes inestables y bastante erráticos, según la combinación de las variables endógenas, se pueden mencionar algunos resultados interesantes de nuestros experimentos³⁶. Trabajamos con un escenario de referencia con un horizonte prospectivo de cero meses, salvo para el tipo de cambio real, al que se le aplicó un rezago de un período³⁷. Los estimados muestran que, entre los países que fijan objetivos explícitos de tipo de cambio, solo Costa Rica formula su política cambiaria con el propósito de preservar la competitividad de las actividades nacionales, dado que el coeficiente asociado a la tasa de inflación es posi-

³⁶Inclusive a un nivel conceptual, el impacto de las variaciones de la tasa de deslizamiento sobre la inflación y la volatilidad del producto no queda claro y depende de las características de los canales de transmisión monetaria. Si el efecto de la tasa de interés es más fuerte que el efecto del tipo de cambio, al menos en el corto plazo, se podría hacer frente al shock de la demanda con un *aumento* en la tasa de deslizamiento (que permita un aumento de las tasas de interés). De lo contrario, sería necesaria una *reducción* de la tasa de deslizamiento.

³⁷Se le ha aplicado un rezago al tipo de cambio real a fin de evitar la colinealidad con el tipo de cambio nominal. Un rezago de un mes refleja el retraso con que esta información llega a manos de los bancos centrales de América Central.

tivo y estadísticamente significativo (cuadro 6.5). De manera sorprendente, los resultados también muestran que Guatemala presenta una política cambiaria acomodaticia con respecto a la inflación, que apunta hacia un banco central que se preocupa por las actividades transables —como se observó anteriormente— a pesar de estar en el proceso de transición hacia la adopción de una estrategia de objetivos de inflación. A este respecto, una política cambiaria acomodaticia en respuesta a la inflación podría crear dudas entre los participantes del mercado acerca del verdadero objetivo principal que persiguen los bancos centrales, pues resulta difícil preservar simultáneamente el valor de la moneda a nivel nacional y externo, sobre todo cuando hay una tendencia a la apreciación del tipo de cambio.

Los resultados también muestran que es difícil mantener un tipo de cambio real estable. Esto puede deberse al uso de una regla retrospectiva al anunciar la trayectoria futura de la paridad con la moneda de referencia en un entorno de inflación inestable, que dificulta aún más fijar un determinado objetivo para el tipo de cambio real. Sorprendentemente, con un manejo más flexible del tipo de cambio —pero con intervenciones en el mercado cambiario— el Banco de Guatemala ha preservado la paridad cambiaria real, lo cual es indicio de su preocupación por obtener un tipo de cambio que se aprecie o deprecie en términos reales. La mayoría de los bancos centrales de América Central no logran mantener un nivel específico del tipo de cambio, lo que concuerda con la noción convencional de que los tipos de cambio reales son endógenos en el corto plazo.

Función de reacción de la base monetaria

Tanto para los países que fijan objetivos explícitos monetarios como para los que fijan objetivos de tipos de cambio, los resultados que arroja la función de reacción de la base monetaria son ambiguos. En el caso de los primeros, solo el Banco de Guatemala ajusta la base monetaria ante presiones inflacionarias, en tanto que el coeficiente de inflación de la República Dominicana presenta el signo esperado pero no es estadísticamente significativo. El valor de los coeficientes también sugiere que el uso de la base monetaria para hacer frente a las presiones inflacionarias disminuyó en Guatemala durante la transición hacia la adopción de objetivos de inflación. En cuanto a los países que fijan objetivos de tipo de cambio, no obstante las limitaciones que esta estrategia impone al control de las variables monetarias, los bancos centrales de Nicaragua y, en especial, de Honduras parecen tener una marcada capacidad para restringir la base monetaria en respuesta a la inflación (cuadro 6.6).

Una posible explicación de este resultado intrigante sería que al tener menor validez el supuesto de la movilidad perfecta del capital, en particular en Honduras, pero también en Nicaragua, los bancos centrales tienen algún margen de maniobra para ejercer cierto control

Cuadro 6.5. Función de reacción del deslizamiento del tipo de cambio; 1996–2005

	Instrumento con desfase	Constante	Inflación	Producto	Tipo de cambio real ($t-1$) ¹
Costa Rica	0,94* -129,02	0,02* -1,41	0,39* -3,71	0,55* -8,66	0,06 -1,63
Guatemala-1 ²	0,65* -9,18	0,03 -1,62	-0,18 -0,74	0,92* -5,40	-0,69* -9,08
Guatemala-2 ³	0,51* -11,60	-0,03* -3,65	1,16* -13,44	-1,21* -10,52	-0,77* -17,26
Honduras	1,04* -49,35	0,12 -1,12	-0,78 -0,63	0,25 -1,47	0,16 -0,35
Nicaragua ⁴	1,01* -187,74	0,10 -1,24	-0,15 -0,18	0,2 -0,47	-0,35 -1,49
República Dominicana ^{4,5}	0,69* -2,76	0,54 -1,04	-2,82 -1,07	-3,90* -0,90	2,33 -1,34

Nota: El estadístico t se presenta entre paréntesis. El asterisco indica que los coeficientes son estadísticamente significativos a un nivel de 5%.

¹Guatemala-1 se basa en el período comprendido entre 1996 y 2005.

²Guatemala-2 corresponde al período comprendido entre fines de 2001 y 2005, cuando el Banco de Guatemala, como parte de su estrategia de metas de inflación explícitas, empezó a formular e implementar la política monetaria.

³Una reducción del tipo de cambio real implica una apreciación, y viceversa.

⁴Se emplean variables ficticias para neutralizar los efectos de los períodos de crisis bancarias.

⁵Las estimaciones para la República Dominicana se basan en datos trimestrales.

monetario. Esta explicación es principalmente pertinente para Honduras, porque la obligación de cesión de divisas al banco central inhibe la creación de un mercado de divisas³⁸. Además, en ambos países el mercado monetario es poco profundo, lo que hace que el ajuste de la tasa de interés sea lento. El uso de los agregados monetarios para hacer frente a las presiones inflacionarias en Honduras y Nicaragua, pese a que son países que fijan objetivos explícitos de tipo de cambio, también puede estar asociado a los programas del FMI que se han aplicado en estos dos países durante la mayor parte del período de análisis. Como se observó, los programas estándar del FMI exigen a los bancos centrales que cumplan con los objetivos monetarios trimestrales como criterios de desempeño.

Conclusiones

Casi todos los países de América Central lograron reducir la inflación a un solo dígito. Esto no solo es resultado de la caída de la inflación en el resto del mundo; las naciones centroamericanas también man-

³⁸Por otra parte, en ambos países, las entradas de capital tienen menor capacidad de respuesta ante las variaciones de la tasa de interés, debido a que estos países son importantes receptores netos de divisas gracias a las remesas de los trabajadores y a la ayuda externa.

tuvieron políticas macroeconómicas bien concebidas y adoptaron reformas estructurales durante más de 10 años. Además, la mayor autonomía concedida a los bancos centrales para formular y ejecutar la política monetaria es un componente clave de esta estrategia macroeconómica. Hoy en día, los bancos centrales de América Central, al igual que sus contrapartes en el resto de la región, han dejado de ser bancos de desarrollo. Estas instituciones centran sus políticas en el combate a la inflación, aunque en algunos países este enfoque a veces entra en conflicto con el objetivo paralelo de preservar el valor externo de la moneda nacional.

A pesar de los avances logrados por los bancos centrales de América Central en cuanto a la reducción de la inflación, no hay cabida para la complacencia. En la mayoría de los países la inflación sigue siendo elevada en términos regionales y mundiales. Más aún, los bancos centrales todavía se encuentran en el proceso de establecer su propia reputación y credibilidad, lo cual no solo les ayudará a reducir aún más la inflación y estabilizarla, sino también a resistir mejor los acontecimientos exógenos como el reciente shock petrolero que provocó en algunos países un aumento de la inflación a más del 10%.

Si bien hoy en día todos los bancos centrales de la región gozan de una fortaleza institucional más sólida, todavía deberán adoptarse otras medidas para sustentar

Cuadro 6.6. Función de reacción de la base monetaria de los bancos centrales; 1996–2005

	Instrumento con desfase	Constante	Inflación	Producto	Tipo de cambio
Costa Rica	0,90*	-0,40*	2,25	0,65	3,34*
	-52,84	-2,74	-1,61	-0,78	-1,83
Guatemala-1 ¹	0,87*	0,10	-2,38*	7,95*	-0,82*
	-22,24	-1,23	-2,73	-3,78	-2,22
Guatemala-2 ²	0,57*	0,19*	-0,79*	-1,16*	0,51*
	-12,90	-16,19	-6,02	-2,31	-4,98
Honduras	0,93*	0,67*	-6,99*	-3,26*	5,39*
	-43,85	-3,37	-2,75	-2,54	-2,84
Nicaragua ³	0,54*	0,21*	-1,20*	-0,41*	1,26*
	-10,74	-5,77	-2,94	-3,13	-4,88
República Dominicana ^{3,4}	0,38*	0,01	0,23	1,33	0,23
	-0,98	-0,05	-0,40	-0,64	-0,85

Nota: El estadístico t se presenta entre paréntesis. El asterisco indica que los coeficientes son estadísticamente significativos a un nivel de 5%.

¹Guatemala-1 se basa en el período comprendido entre 1996 y 2005.

²Guatemala-2 corresponde al período comprendido entre fines de 2001 y 2005, cuando el Banco de Guatemala, como parte de su estrategia de metas de inflación explícitas, empezó a formular e implementar la política monetaria.

³Se emplean variables ficticias para neutralizar los efectos de los períodos de crisis bancarias.

⁴Las estimaciones para la República Dominicana se basan en datos trimestrales.

la credibilidad y lograr mejores resultados en relación con la inflación. En particular, se necesita avanzar en cuatro esferas principales: 1) aclarar el mandato de los bancos centrales a fin de eliminar el conflicto de políticas latente que surge cuando la política monetaria trata simultáneamente de lograr la estabilidad interna y externa de la moneda nacional; 2) fortalecer la autonomía política para desligar vínculos potenciales entre los horizontes de la política monetaria y los ciclos políticos; 3) otorgar autonomía financiera para reforzar la autonomía operacional vigente *de jure* de los bancos centrales, y 4) fijar procedimientos más rigurosos en materia de rendición de cuentas y transparencia para los bancos centrales a fin de apuntalar la credibilidad de la política monetaria.

Los bancos centrales de América Central han dado importantes pasos hacia la modernización de las operaciones monetarias, pero todavía podrían mejorar. Si bien desde hace muchos años los bancos centrales establecieron instrumentos indirectos para conducir la política monetaria, las operaciones de mercado abierto no permiten la formación de precios, debido a que, por lo general, los bancos centrales determinan las tasas de interés de manera exógena. Los mercados monetarios siguen siendo poco profundos, en tanto que las curvas de rendimiento son más bien artificiales y comunican información que no significa nada para los bancos centrales y para los participantes en el mercado. Además, en los últimos años, los bancos centrales no han demostrado ser muy hábiles en el manejo del excedente de liquidez —resultante de la abundante liquidez inter-

nacional— y, por consiguiente, las variaciones de las tasas de interés a corto plazo de los bancos centrales no trajeron aparejadas variaciones semejantes de las tasas que aplica la banca comercial.

El examen de las funciones de reacción de los bancos centrales de América Central permite establecer una vinculación entre el marco institucional y la implementación de la política monetaria. El análisis cuantitativo que se presenta en este capítulo permite verificar cuál es la principal motivación de la política monetaria en los países de la muestra. Este sugiere que los bancos centrales formulan y ejecutan la política monetaria de una manera que no es plenamente coherente con la naturaleza del régimen de política adoptado. En especial, se confirma que los bancos centrales, por lo general, actúan elevando las tasas de interés para contener las presiones inflacionarias sea cual fuere el régimen de política monetaria vigente. No obstante, reaccionan con diferente intensidad y es por ello que algunos bancos centrales elevan las tasas de interés en menor medida de lo necesario para domar las presiones inflacionarias.

La segunda regularidad empírica es que algunos bancos centrales también se preocupan por la estabilidad del tipo de cambio, lo que puede disimular su verdadero objetivo de política en cuanto a la estabilidad de precios. Estas entidades responden ajustando al alza las tasas de interés, ya sea para evitar desviaciones del objetivo asignado a la paridad del poder adquisitivo, o bien para confrontar las presiones que se ejercen sobre el tipo de cambio con el propósito de atenuar los efectos que

podieran producirse al trasladar la depreciación del tipo de cambio a los precios, y debido al llamado “temor a la flotación”. Asimismo, estos bancos centrales parecen oponer sistemáticamente resistencia a las apreciaciones del tipo de cambio, lo que de otro modo sustentaría la desinflación. Por otra parte, la política que siguen los bancos centrales de Costa Rica y Guatemala acomoda las tendencias inflacionarias a la evolución del tipo de cambio con el propósito de preservar la competitividad de las actividades transables.

Es probable que los posibles conflictos de política que caracterizan a los bancos centrales centroamericanos socaven la confianza de los mercados en su compromiso de mantener la estabilidad de precios. El hecho de que los bancos centrales no sean capaces de poner en práctica una política monetaria predecible y de que a veces parecen indicar que persiguen objetivos de política mutuamente excluyentes, puede contribuir a explicar por qué se perpetúa el sesgo inflacionario en América Central.

Si bien este capítulo ayuda a comprender mejor la política monetaria de América Central, hacen falta otros estudios analíticos para mejorar su eficacia, sobre todo en las siguientes áreas: 1) análisis del funcionamiento de los mecanismos de transmisión de la política monetaria en la región; 2) identificación del régimen cambiario más adecuado para los países centroamericanos, teniendo en cuenta su creciente apertura e integración con la economía estadounidense, y 3) definición del marco operacional más adecuado para la política monetaria.

Apéndice 6.1. Función de reacción de la política

A continuación se describe la función de reacción de la política: supóngase que dentro de cada período operativo el banco central ha fijado un objetivo de tasa de interés i_t^* que se basa en la situación de la economía. Supóngase también que las autoridades monetarias se preocupan por estabilizar la inflación y el producto, de modo que existe la posibilidad de que el banco central ajuste la respuesta de política a la inflación y al producto previstos. Específicamente:

$$i_t^* = \bar{i} + \beta(E[\pi_{t+n}|\Omega_t] - \pi^*) + \gamma(E[y_{t+m}|\Omega_t] - y^*), \quad (1)$$

donde \bar{i} corresponde a la tasa de interés de equilibrio a largo plazo, π_{t+n} es la tasa de inflación entre los períodos t , $t+n$, y_{t+m} es el producto real de los períodos t y $t+m$, y π^* e y^* son los objetivos de la inflación y el producto, respectivamente. En especial, se define y^* como el nivel del equilibrio del producto que se presentaría si los salarios y los precios fueran perfectamente flexibles. Además, E es el operador de las expectativas y Ω_t es la información disponible para las autoridades responsables de formular las políticas. La expresión podría incluir términos independientes adicionales tales como el tipo de cambio y las reservas internacionales.

A fin de captar las preocupaciones relativas a las posibles modificaciones perjudiciales de la tasa de interés, se supone que la tasa de de interés se ajusta solo de manera parcial a su nivel fijado como objetivo:

$$i_t = (1-\rho)i_t^* + \rho i_{t-1} + v_t, \quad (2)$$

donde el parámetro $\rho \in [0,1]$ capta el grado de atenuación de las variaciones de la tasa de interés. Se supone que el shock exógeno aleatorio que afecta al tipo de cambio, v_t , es *i.i.d.* Para definir una ecuación estimable, definimos $\alpha = \bar{i} - \beta\pi^*$ y $x_t = y_t - y^*$; luego, la ecuación (2) se puede escribir:

$$i_t^* = \alpha + \beta E[\pi_{t+n}|\Omega_t] - \pi^* + \gamma E[x_{t+m}|\Omega_t]. \quad (3)$$

Entonces, si se combina la ecuación (4) con el mecanismo de ajuste parcial (3) y se eliminan las variables de pronóstico no observadas, se tiene:

$$i_t = (1-\rho)\alpha + (1-\rho)\beta\pi_{t+n} + (1-\rho)\gamma x_{t+m} + \rho i_{t-1} + \varepsilon_t, \quad (4)$$

donde el término de error es una combinación lineal de los errores de pronóstico de la inflación y el producto, y la perturbación exógena v_t .

Sea u_t un vector de variables (conjunto de instrumentos) dentro del conjunto de información de la que disponen las autoridades responsables de formular la política (es decir, $u_t \in \Omega_t$) que son ortogonales a ε_t . Entre los elementos posibles de u_t se incluye cualquier variable con rezago que ayude a pronosticar la inflación y el producto, así como también cualquier variable contemporánea que no esté correlacionada con el shock que afecta actualmente al tipo de cambio v_t . Por lo tanto, dado que $E[\varepsilon_t|u_t] = 0$, se puede estimar la siguiente ecuación utilizando el método generalizado de momentos con una matriz de ponderaciones óptimas³⁹:

$$E[i_t - (1-\rho)\alpha - (1-\rho)\beta\pi_{t+n} - (1-\rho)\gamma x_{t+m} - \rho i_{t-1} | u_t] = 0 \quad (5)$$

Se estimó la ecuación (5) para el mismo período de la muestra de 1999 a 2005 con la inflación de índice de precios al consumidor (IPC) año a año, descontando la influencia del tiempo en la tendencia del producto (utilizando el filtro de Hodrick-Prescott), medido por el Índice Mensual de Actividad Económica (el llamado IMAE) y la tasa de interés nominal. Los elementos de referencia u_t son valores con rezago de la inflación del IPC, el producto y la tasa de interés. Para evaluar el horizonte de la política, se varían los horizontes prospectivos (valores n y m en el caso de la inflación y el producto, respectivamente).

³⁹El uso de la matriz de ponderaciones óptimas implica que las estimaciones obtenidas con este método son aceptables respecto a la heteroscedasticidad y la autocorrelación de forma desconocida. Cabe destacar que el método generalizado de momentos no requiere información sobre la distribución exacta del término de error, el cual se supone que, por lo general, se basa en una distribución normal.

Cuadro 6A.1. Disposiciones principales de la legislación de la banca central; 2005

	Costa Rica	República Dominicana	Guatemala	Honduras	Nicaragua
Mandato de política					
Objetivo del banco central	El Banco Central de Costa Rica (BCCR) tiene por objetivo principal preservar el valor interno y externo de la moneda nacional y promover el funcionamiento normal del sistema de pagos.	La regulación del sistema monetario, que incluye al Banco Central de la República Dominicana (BCRD) y a la Superintendencia de Bancos, busca mantener la estabilidad de los precios, que constituye la base necesaria para el desarrollo económico de la nación.	El objetivo fundamental del Banco de Guatemala (Banguat) es el de ayudar a crear y mantener las condiciones más favorables para el desarrollo ordenado de la economía nacional. Debe promover las condiciones monetarias, cambiarias y de crédito propicias para la estabilidad de los precios.	El Banco Central de Honduras (BCH) tiene como objetivo preservar el valor interno y externo de la moneda nacional y promover el funcionamiento normal del sistema de pagos.	El objetivo primordial del Banco Central de Nicaragua (BCN) es la estabilidad de la moneda nacional y el funcionamiento normal de los pagos internos y externos.
Autonomía política					
Órgano de gobierno del banco central	El Directorio está integrado por siete miembros, que incluyen a su presidente, al ministro de Finanzas y a otros cinco miembros.	La Junta Monetaria (JM) está integrada por nueve miembros, que incluyen al gobernador del BCRD, al ministro de Finanzas y al superintendente de bancos (los dos últimos son miembros extraoficiales), más otros seis miembros.	La Junta Monetaria (JM) está integrada por nueve miembros, que incluyen a su presidente, a los ministros de Finanzas Públicas, Economía y Agricultura, Ganadería y Alimentación, a representantes del Congreso, de la universidad estatal más grande, de la asociación bancaria y la asociación de empresarios privados.	El Directorio está integrado por cinco miembros, que incluyen a su presidente.	El Directorio está integrado por seis miembros, que incluyen a su presidente, al ministro de Finanzas y cuatro miembros en consulta con el sector privado, que incluye a uno designado por el partido político más grande.
Modalidad de designación de los miembros del órgano de gobierno	El presidente del Directorio es nombrado por el presidente del país. También designa a otros cinco miembros, pero estos son ratificados por el Congreso.	El gobernador del BCRD y los seis miembros de la JM son nombrados directamente por el presidente del país.	El presidente de la JM es designado por el presidente del país, mientras que los otros miembros de la JM son designados por la institución que representan.	Los cinco miembros son nombrados directamente por el presidente del país.	El presidente del país designa directamente al presidente del Directorio y a sus cuatro miembros. Estos últimos son ratificados por el Congreso.
Permanencia en el cargo	El presidente del Directorio ejerce sus funciones por un período similar al del Poder Ejecutivo. Los otros cinco miembros prestan su servicio durante 90 meses y son nombrados cada 18 meses, uno a la vez.	El gobernador del BCRD y los seis miembros de la JM son nombrados para ejercer el cargo durante dos años. El período de los miembros extraoficiales concuerda con la naturaleza del cargo.	El período de la duración del cargo del presidente de la JM es de cuatro años, que no coincide con el del presidente del país. Los miembros de la JM son nombrados por el sector privado y la universidad por un período renovable de un año.	Dos miembros del Directorio prestan servicio durante los mismos años que el presidente del país y los otros tres son designados en forma escalonada.	El presidente del Directorio y el representante del partido político de la oposición prestan sus servicios durante el mismo período que el mandato presidencial. Los otros tres miembros son nombrados en la mitad del mandato del presidente.

Cuadro 6A.1 (conclusión)

	Costa Rica	República Dominicana	Guatemala	Honduras	Nicaragua
Destitución	Si bien el presidente del Directorio puede ser destituido libremente por el Poder Ejecutivo, los cinco miembros del Directorio solo pueden ser destituidos conforme a bases legales y también únicamente por el Poder Ejecutivo.	El gobernador del BCRD es despedido por decisión unánime de la JM o por tres cuartos del voto de la JM de acuerdo a bases legales específicas.	El presidente de la JM es destituido solo de acuerdo a bases legales, pero el Congreso dispone del derecho de destituirlo —contando con una mayoría habilitada— si no encuentra satisfactorio el informe anual presentado al Congreso.	Los miembros del Directorio son destituidos tras haberse llevado a cabo una investigación por parte del Poder Ejecutivo sobre bases legales, como por falta de competencia profesional en el desempeño de sus funciones.	Los miembros del Directorio son despedidos después de realizada una investigación por parte del Directorio sobre bases legales, como por falta de competencia profesional en el desempeño de sus funciones. El presidente de la república toma la decisión final.
Autonomía económica					
Formulación y ejecución de la política monetaria	El Directorio del BCCR es el responsable de formular y conducir las políticas monetaria, cambiaria y crediticia.	La JM está a cargo de formular las políticas monetaria, cambiaria y financiera. Es responsable de aprobar el programa monetario y supervisar su ejecución.	La formulación de la política monetaria le corresponde a la JM y la conducción de la política monetaria, al Comité Ejecutivo. Sin embargo, el Congreso tiene que aprobar los títulos que se utilizarán en las operaciones de mercado abierto.	El BCH tiene el mandato legal de formular y ejecutar la política monetaria.	El BCN está encargado de formular y ejecutar la política monetaria en coordinación con la política económica del gobierno, pero subordinándola al cumplimiento por parte del BCN de sus objetivos primarios.
Otorgamiento de préstamos por parte del banco central al gobierno	El BCCR está facultado para comprar letras del Tesoro en el mercado primario a la tasa del mercado. En ningún momento el saldo de las letras del Tesoro puede exceder 1/20 del gasto del gobierno.	El BCRD no puede otorgar crédito directo o indirectamente al gobierno excepto en condiciones de emergencia, según lo regula la ley del banco central.	El Bangwat no está facultado para otorgar —directa o indirectamente— crédito al gobierno (por mandato constitucional).	El BCH no está facultado para otorgar —directa o indirectamente— crédito al gobierno. Sin embargo, puede otorgar anticipos para hacer frente a la insuficiencia de liquidez. Estos préstamos se limitan a 10% del ingreso tributario del año anterior.	El BCN no está facultado para otorgar —directa o indirectamente— crédito al gobierno. Sin embargo, puede otorgar anticipos de corto plazo a cambio de títulos del tesoro, hasta por un 10% del promedio de los montos del ingreso tributario registrados en los últimos dos años fiscales.
Función del banco central en la política de deudas pública	Al BCCR se le informa sobre las emisiones nuevas de deuda pública.	No desempeña la función.	El Bangwat debe emitir un informe técnico cada vez que el sector público emite deuda pública.	El BCH establece el criterio legal antes de que el gobierno no emita deuda.	No desempeña la función.
Disposiciones que rigen la función de prestamista de última instancia	A fin de salvaguardar la estabilidad financiera, el BCCR puede redescantar los valores a las instituciones financieras de acuerdo a condiciones específicas. También otorga créditos de emergencia tal y como lo define la ley a instituciones intervenidas por las autoridades financieras.	El BCRD brinda asistencia financiera a los bancos sin liquidez, pero solventes. El monto máximo que se fija es de una y media veces el capital del banco en dificultades con un plazo de madurez de 30 días. Las condiciones financieras están definidas por el BCRD.	El Bangwat está facultado para brindar asistencia de prestamista de última instancia solo a los bancos sin liquidez, pero solventes. El monto de la asistencia está limitado a 50% del capital del banco en dificultades. La asistencia que se brinda para la liquidez no puede otorgarse más de dos veces al año.	El BCH puede brindar asistencia financiera a los bancos que encaran problemas de liquidez y cuando se trata de situaciones que amenazan la estabilidad del sistema financiero.	Funciona como prestamista de última instancia para fines de liquidez hasta un plazo de madurez a 30 días sin aplicarse un límite máximo. El BCN define las condiciones financieras de tales créditos.

Autonomía financiera

Integridad del capital del banco central

No existe una disposición legal que exija al gobierno compensar por las pérdidas del banco central.

Las pérdidas del BCRD deben compensarse mediante bonos del Tesoro emitidos a la tasa de interés del mercado y con vencimiento menor a un año.

El Bangwat debe informar al ministro de Finanzas en caso de haber pérdidas operacionales. El ministro de Finanzas tiene que incorporar las pérdidas al presupuesto del siguiente año fiscal, a fin de cubrirse con títulos negociables gubernamentales.

El BCH debe registrar las pérdidas en cuentas por cobrar hasta que se celebre un acuerdo con el gobierno sobre los mecanismos y condiciones financieras que se adoptarán para compensar tales pérdidas. Esto a su vez tiene que ser aprobado por el Congreso.

El gobierno debe restablecer las pérdidas mediante la transferencia de títulos bajo condiciones de mercado.

Rendición de cuentas y transparencia

Rendición de cuentas relativa a su objetivo de política

El BCCR debe publicar su informe anual en el primer trimestre del año.

El gobernador del BCRD rinde un informe anual al Poder Ejecutivo y presenta el informe anual del BCRD al Congreso.

El presidente de la JM debe comparecer ante el Congreso dos veces al año para informar sobre las políticas aplicadas, enfatizando los objetivos del Bangwat.

Una vez al año, el Directorio presenta un informe al Congreso, y dos veces al año, al Poder Ejecutivo sobre los resultados de sus actividades.

Conforme a un mandato constitucional, el gobernador del BCN presenta un informe general anual al Congreso.

Divulgación de un informe sobre la política monetaria o sobre la inflación

Una vez al año, el BCCR debe dar a conocer su programa monetario y dos veces al año debe publicar un análisis de su ejecución y perspectivas.

El BCRD difunde un resumen sobre el programa monetario una vez al año y una actualización trimestralmente.

El Bangwat debe publicar un informe explicativo de la política monetaria dos veces al año.

No hay una disposición legal específica.

No hay una disposición legal específica.

Divulgación de los estados de resultados y certificación

El BCCR da a conocer en detalle sus estados de resultados certificados por un auditor interno una vez al año. Los estados de resultados deben estar certificados por el auditor interno del BCCR.

Se deben divulgar los estados de resultados una vez al año y deben ir certificados por un auditor interno y también por una empresa de auditoría externa.

Al menos una vez al año, el Bangwat debe dar a conocer sus estados de resultados sobre una base analítica. Las prácticas contables del Bangwat son certificadas por una empresa auditora externa con experiencia y de renombre.

El BCH publica sus estados financieros inmediatamente después de concluirse el ejercicio fiscal. Las prácticas contables y la fidelidad de los estados de resultados son realizadas por el superintendente de bancos, pero también debe contratarse a una empresa auditora externa.

El BCN da a conocer sus estados financieros mensualmente. Al final del ejercicio fiscal, da a conocer sus balances financieros certificados por una empresa de auditoría externa conocida internacionalmente.

Divulgación de las decisiones de política

El BCCR debe publicar las decisiones tomadas por el Directorio relativas a la política monetaria.

Difunde un boletín que contiene las principales decisiones legales y de política.

El Bangwat divulga un resumen de las principales decisiones que toma la JM.

No hay disposiciones específicas.

Se deben publicar las decisiones del Directorio.

Fuentes: Legislación del banco central y disposiciones constitucionales pertinentes.

Cuadro 6A.2. Características principales de la política monetaria

Aspectos fundamentales	Costa Rica	República Dominicana	Guatemala	Honduras	Nicaragua
Régimen de política monetaria	Estrategia de fijación de objetivos de tipo de cambio explícitos.	Estrategia de fijación de objetivos monetarios explícitos.	Estrategia de fijación de objetivos de inflación explícitos.	Estrategia de fijación de objetivos explícitos de tipo de cambio real.	Estrategia de fijación de objetivos explícitos de tipo de cambio real.
Sistema cambiario	Paridad móvil según una tasa de devaluación diaria previamente anunciada. No hay obligación de entregar divisas, pero los participantes en el mercado deben vender el saldo de los excedentes existentes al Banco Central de Costa Rica (BCCR).	Régimen cambiario flexible.	Régimen cambiario flexible.	Una banda de ajuste de 14%. La pendiente es la diferencia entre la inflación interna y la de sus principales socios comerciales. Hay obligación de entregar las divisas de los ingresos provenientes de la exportación (excepto dentro de América Central).	Paridad ajustable basada en el anuncio mensual de la tasa de depreciación dirigida a mantener la paridad del poder adquisitivo. No hay obligación de entregar divisas.
Programación financiera	El tipo de cambio se determina en el mercado interbancario con base en un tipo de cambio de referencia, el cual es calculado por el BCCR a partir de un promedio ponderado de las transacciones del mercado en $t-2$, ajustado por el cambio promedio en $t-1$.	El tipo de cambio está determinado por la oferta y demanda del mercado, pero el Banco Central de la República Dominicana (BCRD) puede intervenir.	El tipo de cambio está determinado por la oferta y demanda del mercado, pero el Banco de Guatemala (Banguat) interviene para controlar la volatilidad de acuerdo a una regla públicamente conocida.	En la práctica, el Banco Central de Honduras (BCH) satisface la demanda de divisas. Los participantes en el mercado presentan sus ofertas, tomando como referencia el promedio del tipo de cambio de la subasta anterior.	El tipo de cambio es determinado por la oferta y demanda del mercado, pero el Banco Central de Nicaragua (BCN) puede intervenir.
Decisión de política monetaria	El Directorio la aprueba cada enero y la actualiza a mediados de año.	La Junta Monetaria (JM) la aprueba anualmente y la revisa trimestralmente.	La JM aprueba anualmente un programa monetario y lo revisa dos veces al año. El programa monetario no es el marco clave para la formulación de la política.	El BCH aprueba el programa monetario y efectúa revisiones trimestrales.	El Directorio la aprueba cada año y no efectúa revisiones periódicamente, sino conforme se requieran.
	El objetivo final es hacer frente a la inflación. Las metas intermedias son la emisión de moneda, la oferta monetaria y el crédito otorgado al sector privado.	El objetivo final es hacer frente a la inflación. Los objetivos intermedios son la base monetaria y los activos intermedios netos.	El objetivo final es hacer frente a la inflación con base en el pronóstico de la inflación. Las variables monetarias solo son variables indicativas.	El objetivo final es hacer frente a la inflación. Los objetivos intermedios son las reservas internacionales netas del BCH y los activos internos netos.	El objetivo final es hacer frente a la inflación. El objetivo intermedio son las reservas internacionales netas.
	El Directorio está encargado de adoptar las decisiones de política, en especial, las relativas a los instrumentos monetarios.	El Comité de Operaciones de Mercado Abierto (COMA) toma decisiones relativas a cambios de política monetaria.	La JM aprueba la formulación de la política monetaria y el Comité Ejecutivo (CE) la aplica y toma decisiones relativas a cambios en la tasa de interés.	Si bien el Directorio del BCH formula la política monetaria, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto (COMA) es el ejecutor.	Si bien el Directorio formula la política monetaria, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto (COMA) es el ejecutor.

<p>Aunque el Directorio se reúne semanalmente, las decisiones relativas a la tasa de interés de los préstamos no se adoptan con regularidad en las reuniones clave.</p>	<p>El COMA se reúne periódicamente cada miércoles, pero el mercado no tiene conocimiento de estas reuniones. No hay una fecha específica para que el COMA examine la orientación de la política monetaria.</p>	<p>El Comité Ejecutivo (CE) se reúne con regularidad cada semana (por lo general los viernes). El mercado tiene conocimiento de que las decisiones relativas a la tasa de interés de intervención se consideran en la reunión que se lleva a cabo después del día 15 de cada mes.</p>	<p>El Directorio del BCH se reúne con regularidad cada jueves, y el COMA se reúne una vez al mes. El mercado ignora cuando el Directorio del BCH adoptará un cambio en la tasa de interés de intervención.</p>	<p>El Directorio y el COMA se reúnen por separado una vez a la semana. El Comité evalúa los parámetros financieros a aplicar en las subastas semanales. No hay reuniones específicas para adoptar decisiones de política clave.</p>
<p>Instrumentos de política monetaria</p>	<p>Encaje legal: 15% de los depósitos en moneda nacional y extranjera. El período de mantenimiento es de dos semanas, con fijación de encaje promedio. El encaje legal se cambió en 2004 (pasó de 10% a 12%) y en 2005 (pasó de 12% a 15%).</p>	<p>Encaje legal: 14,6% (0,6% remunerado) de los depósitos en moneda nacional y extranjera. El período de mantenimiento es de 14 días, con fijación de encaje promedio. Asimismo, hay el requerimiento del 2% obligatorio a la inversión remunerada en el BCH. También se exige que se coloque en el extranjero un 38% adicional.</p>	<p>Encaje legal: 16,25% de los depósitos en moneda nacional y extranjera. El período de mantenimiento es de una semana sin gozo de compensación durante el período.</p>	<p>El BCH llama a subasta una vez a la semana y ofrece valores con vencimientos a tres meses y a un año. Solo pueden participar los bancos.</p>
<p>Dos modalidades de operaciones de mercado abierto: 1) las inversiones a corto plazo en el BCCR a 7, 15 y 30 días; y 2) las subastas del BCCR de valores de cupón cero (a 3, 6, 9 y 12 meses) y valores de cupón (a 2, 3, 5 y 7 años). Solo los bancos y las empresas de corretaje de valores están autorizadas para participar en las subastas.</p>	<p>Las operaciones de mercado abierto se realizan cada semana en el marco de subastas de precio múltiple de certificados de participación, valores de cupón cero y valores a largo plazo a 35, 91, 182 y 364 días. Todos los agentes económicos pueden participar. El BCRD también ofrece facilidades de depósitos a corto y largo plazo que pagan tasas congruentes con las resultantes de la subasta.</p>	<p>El Banguat realiza las operaciones de mercado abierto a 7, 91 y 182 días, y a 1, 2, 4, 6 y 8 años. Solo pueden participar las instituciones financieras. También realiza subastas de depósitos a plazo con los mismos vencimientos (excepto siete días) en moneda nacional y extranjera. Todos los agentes económicos pueden participar en estas últimas por medio de empresas de corretaje de valores.</p>	<p>El BCH realiza las operaciones de mercado abierto en moneda nacional y un monto limitado en moneda extranjera. Lleva a cabo subastas semanales (a siete días) y subastas quincenales (a 90, 180 y 360 días). Si bien en la primera solo pueden participar las instituciones financieras, las segundas están abiertas a otros participantes en el mercado.</p>	<p>El BCRD realiza el pronóstico de la liquidez cada semana con base en la programación financiera. Esta es la base para definir la absorción necesaria que permita cumplir con los objetivos monetarios previstos en la programación financiera.</p>
<p>Gestión de la liquidez</p>	<p>El BCCR realiza el pronóstico de la liquidez cada dos semanas con base en su programación financiera. Esta es la base para definir la absorción necesaria que permita cumplir con los objetivos monetarios previstos en la programación financiera.</p>	<p>El Banguat realiza el pronóstico de la liquidez para cada día laboral, que sirve para definir el monto a emitirse en las operaciones de mercado abierto.</p>	<p>El BCRD realiza el pronóstico de la liquidez mensual con base en la programación financiera después de hacer ajustes a las tendencias estacionales.</p>	<p>El BCRD realiza el pronóstico de la liquidez mensual con base en la programación financiera después de hacer ajustes a las tendencias estacionales.</p>

Cuadro 6A.2 (conclusión)

Aspectos fundamentales	Costa Rica	República Dominicana	Guatemala	Honduras	Nicaragua	
Emisión de señales de política	<p>El BCCR utiliza facilidades de depósitos (a 7, 15 y 30 días) para absorber la liquidez. Casi todos los depósitos se concentran en los de vencimiento a 30 días. Las tasas de interés las fija directamente el BCCR.</p> <p>Existe un mercado interbancario poco profundo para las transacciones a un día en valores gubernamentales y del banco central.</p> <p>El BCCR realiza operaciones de repo al día, pero no realiza transacciones de repo pasivo.</p>	<p>El BCRD controla la liquidez por medio de operaciones semanales de mercado abierto.</p> <p>Existe un mercado interbancario poco profundo que se basa en certificados de depósito, que no requieren dejar en prenda un colateral.</p> <p>El BCRD no efectúa operaciones de repo.</p>	<p>Las subastas con vencimientos a siete días tienen por objeto controlar la liquidez a corto plazo.</p> <p>Hay un mercado interbancario en donde se realizan principalmente las operaciones de repo en la bolsa de valores.</p> <p>El Banguat realiza transacciones de repo con intervalos de siete días y utiliza valores gubernamentales y los suyos propios como colateral.</p>	<p>El BCH emplea subastas semanales para controlar la liquidez a corto plazo y subastas quincenales para controlar la liquidez estructural.</p> <p>Solo se efectúan transacciones limitadas, que no utilizan colateral, ya que los valores del BCH y del gobierno no son negociables.</p> <p>El BCH no realiza operaciones de repo.</p>	<p>El BCN planifica y ejecuta las operaciones de mercado abierto para cumplir con su objetivo de reservas internacionales de acuerdo con su programa monetario.</p> <p>Existe un mercado interbancario. Sin embargo, el BCN está en el proceso de averiguar qué tan significativo es este mercado.</p> <p>El BCN no realiza operaciones de repo con ningún vencimiento.</p>	<p>No existe una política específica de emisión de señales. Los mercados determinan la orientación de la política del BCN de acuerdo al volumen de las operaciones de mercado semanales.</p>
	Servicios financieros permanentes	<p>El BCCR no ha establecido servicios financieros permanentes diarios.</p>	<p>El BCRD ha establecido servicios financieros permanentes con plazos de vencimiento hasta de siete días. El COMA fija las tasas de interés y los bancos comprometen los títulos del BCRD como colateral en las facilidades de crédito.</p>	<p>No existen servicios financieros permanentes.</p>	<p>El BCH ofrece depósitos día a día y facilidades de crédito (dejando como garantía colateral los valores del BCH). A fines de 2005, las tasas de interés eran de +/-4% de la tasa de interés de intervención, respectivamente.</p>	<p>Solo existe una facilidad de crédito a un día que puede utilizarse como máximo cuatro veces al mes, dejando pasar por lo menos dos días de por medio. Los bancos ofrecen como garantía colateral títulos a tasas del mercado.</p>

Rendición de cuentas y transparencia	No existe ninguna disposición legal específica para que el gobernador del BCCR comparezca ante el Congreso.	El gobernador del BCRD rinde informe anualmente al Poder Ejecutivo y presenta el informe anual del BCRD al Congreso.	El presidente del Banguat comparece ante el Congreso dos veces al año (en enero y julio) para rendir su informe sobre las políticas de Banguat.	El BCH rinde informe una vez al año al Poder Legislativo y dos veces al año al Poder Ejecutivo.	El gobernador del BCN rinde informe anualmente al presidente del país. No existe una disposición legal para que comparezca ante el Congreso.
	El BCCR divulga un informe sobre la inflación dos veces al año. También publica un informe económico mensual y semestral.	El BCRD elabora y divulga un informe sobre la política monetaria. También publica un informe económico trimestral.	El Banguat prepara y divulga un informe sobre la política monetaria dos veces al año.	El BCH no prepara un informe sobre la inflación, pero elabora un informe trimestral sobre los acontecimientos principales de la economía hondureña.	El BCN publica un informe trimestral —con un rezago de seis a ocho semanas— donde se da seguimiento al programa monetario.
	El BCCR publica las decisiones adoptadas en torno a la política monetaria, pero no publica las actas sobre los debates que sustentan tales decisiones de política.	El BCRD publica las decisiones adoptadas referentes a la política monetaria, pero no publica las actas sobre los debates que sustentan tales decisiones de política.	El Banguat da a conocer las actas subyacentes a las decisiones adoptadas por el Comité Ejecutivo.	El BCH publica las decisiones adoptadas referentes a la política monetaria, pero no publica las actas sobre los debates que sustentan tales decisiones de política.	El BCH publica las decisiones adoptadas relativas a la política monetaria, pero no publica las actas sobre los debates que sustentan tales decisiones de política.

Fuente: Respuestas al cuestionario sobre política monetaria.

Referencias

- Calvo, Guillermo A., y Carmen M. Reinhart, 2002, “Fear of Floating”, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 68, No. 2, págs. 379–408.
- Corbo, Vittorio, 2002, “Monetary Policy in Latin America in the 1990s”, en *Monetary Policy: Rules and Transmission Mechanisms*, Norman Loayza y Klaus Schmidt-Hebbel, compiladores (Santiago: Banco Central de Chile).
- Cukierman, Alex, 1992, *Central Bank Strategy, Credibility, and Independence: Theory and Evidence* (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).
- Eichengreen, Barry, 2002, “Can Emerging Markets Float? Should they Inflation Target?”, documento de trabajo del Banco Central de Brasil (febrero).
- Goldstein, Morris, y Philip Turner, 2004, “Controlling Currency Mismatches in Emerging Economies: An Alternative to the Original Sin Hypothesis” (inédito; Washington: Instituto de Economía Internacional).
- Fondo Monetario Internacional, 2005, *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* (Washington).
- , 2006, “Developments in Domestic Fuel Prices, Taxes, and Subsidies in Selected Countries”, Departamento de Finanzas Públicas (inédito; Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Jácome H., Luis I., y Francisco Vázquez, 2005, “Any Link Between Legal Central Bank Independence and Inflation? Evidence from Latin America and the Caribbean”, IMF Working Paper 05/75 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Kim, Jun, y Laura Papi, 2005, “La integración regional y los regímenes cambiarios”, en *América Central: Integración mundial y cooperación regional*, Occasional Paper 243 del FMI, Marcus Rodlauer y Alfred Schipke, compiladores (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Lybek, Tony, 1998, “Elements of Central Bank: Autonomy and Accountability”, Departamento de Asuntos Monetarios y Cambiarios, Operational Paper 98/1 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- McCallum, Bennett, 1988, “Robustness Properties of a Rule for Monetary Policy”, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Society*, vol. 29, págs. 173–204.
- Papaioannou, Michael G., 2003, “Determinants of the Choice of Exchange Rate Regimes in Six Central American Countries: An Empirical Analysis”, IMF Working Paper 03/59 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Parrado, Eric, 2004, “Singapore’s Unique Monetary Policy: How Does it Work?”, IMF Working Paper 04/10 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Rennhack, Robert, y Erik Offerdal, 2004, *The Macroeconomy of Central America* (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Rodlauer, Markus, y Alfred Schipke, 2005, *América Central: Integración mundial y cooperación regional*, Occasional Paper No. 243 del FMI (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Taylor, John, 1993, “Discretion versus Policy Rules in Practice”, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 39, págs. 195–214.

Últimos números publicados de la serie *Occasional Papers* del Fondo Monetario Internacional

257. América Central: Crecimiento económico e integración, Dominique Desruelle y Alfred Schipke, compiladores. 2007.
256. Moving to Greater Exchange Rate Flexibility: Operational Aspects Based on Lessons from Detailed Country Experiences, Inci Ötker-Robe y David Vávra, y un grupo de economistas del FMI. 2007
255. Sovereign Debt Restructuring and Debt Sustainability: An Analysis of Recent Cross-Country Experience, Harald Finger y Mauro Mecagni. 2007.
254. Country Insurance: The Role of Domestic Policies, Töbörjn Becker, Olivier Jeanne, Paolo Mauro, Jonathan D. Ostry y Romain Rancière. 2007.
253. The Macroeconomics of Scaling Up Aid: Lessons from Recent Experience, Andrew Berg, Shekhar Aiyar, Mumtaz Hussain, Shaun Roache, Tokhir Mirzoev y Amber Mahone. 2007.
252. Growth in the Central and Eastern European Countries of the European Union, Susan Schadler, Ashoka Mody, Abdul Abiad y Daniel Leigh. 2006.
251. The Design and Implementation of Deposit Insurance Systems, David S. Hoelscher, Michael Taylor y Ulrich H. Klueh. 2006.
250. Designing Monetary and Fiscal Policy in Low-Income Countries, Abebe Aemro Selassie, Benedict Clements, Shamsuddin Tareq, Jan Kees Martijn y Gabriel Di Bella. 2006.
249. Official Foreign Exchange Intervention, Shogo Ishi, Jorge Iván Canales-Kriljenko, Roberto Guimarães y Cem Karacadag. 2006.
248. Labor Market Performance in Transition: The Experience of Central and Eastern European Countries, Jerald Schiff, Philippe Egoumé-Bossogo, Miho Ihara, Tetsuya Konuki y Kornélia Krajnyák. 2006.
247. Rebuilding Fiscal Institutions in Post-Conflict Countries, Sanjeev Gupta, Shamsuddin Tareq, Benedict Clements, Alex Segura-Ubiergo, Rina Bhattacharya y Todd Mattina. 2005.
246. Experience with Large Fiscal Adjustments, George C. Tsibouris, Mark A. Horton, Mark J. Flanagan y Wojciech S. Maliszewski. 2005.
245. Budget System Reform in Emerging Economies: The Challenges and the Reform Agenda, Jack Diamond. 2005.
244. Monetary Policy Implementation at Different Stages of Market Development, preparado por un equipo de funcionarios dirigido por Bernard J. Laurens. 2005.
243. América Central: Integración mundial y cooperación regional, Markus Rodlauer y Alfred Schipke, compiladores. 2005.
242. Turkey at the Crossroads: From Crisis Resolution to EU Accession, preparado por un equipo de funcionarios dirigido por Reza Moghadam. 2005.
241. The Design of IMF-Supported Programs, Atish Ghosh, Charis Christofides, Jun Kim, Laura Papi, Uma Ramakrishnan, Alun Thomas y Juan Zalduendo. 2005.
240. Debt-Related Vulnerabilities and Financial Crises: An Application of the Balance Sheet Approach to Emerging Market Countries, Christoph Rosenberg, Ioannis Halikias, Brett House, Christian Keller, Jens Nystedt, Alexander Pitt y Brad Setser. 2005.
239. GEM: A New International Macroeconomic Model, Tamim Bayoumi, con la colaboración de Douglas Laxton, Hamid Faruquee, Benjamin Hunt, Philippe Karam, Jaewoo Lee, Alessandro Rebucci e Ivan Tchakarov. 2004.
238. Estabilización y reforma en América Latina: Perspectiva macroeconómica desde principios de los años noventa, Anoop Singh, Agnès Belaisch, Charles Collyns, Paula De Masi, Reva Krieger, Guy Meredith y Robert Rennhack. 2005.
237. Sovereign Debt Structure for Crisis Prevention, Eduardo Borensztein, Marcos Chamon, Olivier Jeanne, Paolo Mauro y Jeromin Zettelmeyer. 2004.
236. Lessons from the Crisis in Argentina, Christina Daseking, Atish R. Ghosh, Alun Thomas y Timothy Lane. 2004.
235. A New Look at Exchange Rate Volatility and Trade Flows, Peter B. Clark, Natalia Tamirisa y Shang-Jin Wei, con la colaboración de Azim Sadikov y Li Zeng. 2004.
234. Adopting the Euro in Central Europe: Challenges of the Next Step in European Integration, Susan M. Schadler, Paulo F. Drummond, Louis Kuijs, Zuzana Murgasova y Rachel N. van Elkan. 2004.

233. Germany's Three-Pillar Banking System: Cross-Country Perspectives in Europe, Allan Brunner, Jörg Decressin, Daniel Hardy y Beata Kudela. 2004.
232. China's Growth and Integration into the World Economy: Prospects and Challenges, Eswar Prasad, compilador. 2004.
231. Chile: Policies and Institutions Underpinning Stability and Growth, Eliot Kalter, Steven Phillips, Marco A. Espinosa-Vega, Rodolfo Luzio, Mauricio Villafuerte y Manmohan Singh. 2004.
230. Financial Stability in Dollarized Countries, Anne-Marie Gulde, David Hoelscher, Alain Ize, David Marston y Gianni De Nicoló. 2004.
229. Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes, Kenneth S. Rogoff, Aasim M. Husain, Ashoka Mody, Robin Brooks y Nienke Oomes. 2004.
228. Capital Markets and Financial Intermediation in The Baltics, Alfred Schipke, Christian Beddies, Susan M. George y Niamh Sheridan. 2004.
227. U.S. Fiscal Policies and Priorities for Long-Run Sustainability, Martin Mühleisen y Christopher Towe, compiladores. 2004.
226. Hong Kong SAR: Meeting the Challenges of Integration with the Mainland, Eswar Prasad (compilador), y contribuciones de Jorge Chan-Lau, Dora Iakova, William Lee, Hong Liang, Ida Liu, Papa N'Diaye y Tao Wang. 2004.
225. Rules-Based Fiscal Policy in France, Germany, Italy, and Spain, Teresa Dában, Enrica Detragiache, Gabriel di Bella, Gian Maria Milesi-Ferretti y Steven Symansky. 2003.
224. Managing Systemic Banking Crises, preparado por un equipo de funcionarios dirigido por David S. Hoelscher y Marc Quintyn. 2003.
223. Monetary Union Among Member Countries of the Gulf Cooperation Council, preparado por un equipo de funcionarios dirigido por Ugo Fasano. 2003.
222. Informal Funds Transfer Systems: An Analysis of the Informal Hawala System, Mohammed El Qorchi, Samuel Munzele Maimbo y John F. Wilson. 2003.
221. Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options, Manmohan S. Kumar. 2003.
220. Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence, Eswar S. Prasad, Kenneth Rogoff, Shang-Jin Wei y M. Ayhan Kose. 2003.
219. Economic Policy in a Highly Dollarized Economy: The Case of Cambodia, Mario de Zamaroczy y Sopanha Sa. 2003.
218. Fiscal Vulnerability and Financial Crises in Emerging Market Economies, Richard Hemming, Michael Kell y Axel Schimmelpfennig. 2003.
217. Crisis financieras: Experiencia reciente y lecciones para América Latina, Charles Collyns y G. Russell Kincaid, compiladores. 2003.
216. Is the PRGF Living Up to Expectations?—An Assessment of Program Design, Sanjeev Gupta, Mark Plant, Benedict Clements, Thomas Dorsey, Emanuele Baldacci, Gabriela Inchauste, Shamsuddin Tareq y Nita Thacker. 2002.
215. Improving Large Taxpayers' Compliance: A Review of Country Experience, Katherine Baer. 2002.
214. Advanced Country Experiences with Capital Account Liberalization, Age Bakker y Bryan Chapple. 2002.
213. The Baltic Countries: Medium-Term Fiscal Issues Related to EU and NATO Accession, Johannes Mueller, Christian Beddies, Robert Burgess, Vitali Kramarenko y Joannes Mongardini. 2002.
212. Financial Soundness Indicators: Analytical Aspects and Country Practices, V. Sundararajan, Charles Enoch, Armida San José, Paul Hilbers, Russell Krueger, Marina Moretti y Graham Slack. 2002.
211. Capital Account Liberalization and Financial Sector Stability, preparado por un equipo de funcionarios dirigido por Shogo Ishii y Karl Habermeier. 2002.
210. IMF-Supported Programs in Capital Account Crises, Atish Ghosh, Timothy Lane, Marianne Schulze-Ghattas, Aleš Bulíř, Javier Hamann y Alex Mourmouras. 2002.

Nota: Para obtener información sobre los títulos y disponibilidad de los estudios de la serie *Occasional Papers* que no figuran en la lista, sírvase consultar el catálogo de publicaciones (*Publications Catalog*) del FMI, o dirigirse al Servicio de Publicaciones del FMI.

Economic Growth and Integration in Central America
(Spanish)

