

Mercados de bonos: ¿Llanta de repuesto del sistema financiero interno?



Banco Interamericano de Desarrollo
Departamento de Investigación

Volumen 10
Mayo-Agosto, 2006

El fortalecimiento de los mercados financieros ha sido siempre una prioridad de los programas de reforma de América Latina y el Caribe. Sin embargo, a menudo se le ha dedicado poca atención al desarrollo de mercados internos de bonos; después de todo, siempre daba la impresión de que había alternativas aceptables. Desde comienzos de los años 90 los países latinoamericanos han venido contando con los mercados internacionales de bonos para acceder a fondos en divisas. Y el sector privado ha dependido de la intermediación bancaria para fines de financiamiento interno. Pero ¿qué pasaría si se cerrara de golpe la puerta de los mercados internacionales o si la banca del país se viera imposibilitada de cubrir la demanda? Los mercados de bonos pueden ser un mecanismo importante; una especie de llanta de repuesto que permita mantener funcionando a la economía.

Estas estrategias tradicionales tienen otras desventajas. Quienes invierten en los mercados internacionales tienen predilección por los bonos denominados en las principales divisas, tales como el dólar estadounidense (un problema que Barry Eichengreen y Ricardo Hausmann han llamado el “pecado original”), lo que deja a los deudores desprotegidos ante los descalces monetarios y los estragos que ocasionan los altibajos de los tipos de cambio. La dependencia excesiva de la intermediación bancaria deja a las economías en situación de vulnerabilidad ante crisis bancarias sistémicas. Todo parece indicar que a los países latinoamericanos les convendría más tener sistemas financieros más diversificados y, específicamente, mercados de bonos más fuertes y líquidos.

Los mercados de bonos en América Latina han crecido y mejorado su liquidez pero siguen estando rezagados en varios aspectos importantes en comparación con las economías emergentes de Asia.

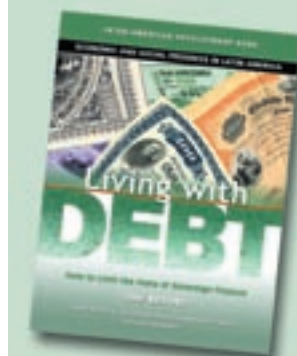
Pero del dicho al hecho... Para poder desarrollar un mercado de bonos que funcione debidamente hay que contar con toda una infraestructura que incluye sistemas bien desarrollados de contabilidad y de regulación, así como mecanismos de pago y compensación, agencias de clasificación y redes de corredores que coloquen los bonos. Se requiere además de normas rigurosas de divulgación de información y una gestión eficaz de las empresas que emiten instrumentos de deuda cotizada públicamente. Tal sistema presupone la existencia de compañías con historial comprobado y con un funcionamiento y solvencia bien conocidos y que además sean lo suficientemente grandes como para poder cubrir los nada desdeñables costos fijos de sacar al mercado una emisión de bonos. Estas no son condiciones que se desarrollen de la noche a la mañana; se trata de productos

secundarios del proceso más amplio de desarrollo económico y financiero, motivo por el cual los mercados de bonos históricamente han tardado más en desarrollarse plenamente, incluso en los países avanzados. Mientras falte alguna de estas condiciones previas del desarrollo, los deudores preferirán recurrir a la infraestructura de los mercados de bonos más amplia y eficiente que existe en los principales centros financieros del mundo. O quizá les resulte más fácil endeudarse con la banca, la cual depende de relaciones de largo plazo con sus clientes para obtener información y hacer cumplir los pagos, lo que les permite esquivar las imperfecciones de los entornos informativos y de contratación.

EN ESTA EDICIÓN

¿Auge de los mercados de bonos?	3
Bonos vs. bancos	5
Estrategias para el desarrollo del mercado de bonos: el Este de Asia vs. América Latina	6
Publicaciones nuevas	7
Mira quién habla	11
Noticias de nuestras redes	12

PRONTO DISPONIBLE



► Continúa en la página 2

Mercados de bonos: ¿Llanta de...?

► viene de la página 1

Tal como cabría esperar, el desarrollo de los mercados de bonos en América Latina tiene sus altibajos. Por un lado se han llevado a cabo reformas importantes gracias a las cuales los mercados internos de bonos han crecido y mejorado su liquidez. Los gobiernos han mejorado la infraestructura y la regulación de los mercados. Se han privatizado servicios básicos y otras empresas propiedad del Estado, lo cual ha ampliado el conjunto de empresas grandes con capacidad para satisfacer las condiciones previas de acceso a los mercados de bonos. Se han modificado los regímenes de jubilación, con lo que se ha creado un universo de inversionistas naturalmente interesados en bonos de largo plazo denominados en la moneda nacional. Se ha mejorado la estabilidad macroeconómica y financiera, limitándose la inestabilidad que tradicionalmente ha desincentivado la inversión en instrumentos de largo plazo denominados en moneda nacional. Todo ello ha hecho aumentar rápidamente la capitalización de los mercados nacionales de bonos desde mediados de los años 90 y especialmente durante los últimos cinco años. A su vez,

los inversionistas institucionales y particulares de fuera de la región han venido mostrando cada vez más interés y participación en los mercados internos de América Latina y el Caribe.

Pero a pesar de todo ello, la panorámica general no es del todo positiva. Los mercados de bonos de América Latina siguen estando rezagados en varios aspectos importantes, no sólo en comparación con los países industrializados sino incluso en comparación con las economías emergentes de Asia, las cuales también están procurando desarrollar sus mercados internos de bonos. La duración de las emisiones en los mercados latinoamericanos sigue siendo relativamente breve. La región ha avanzado un poco en cuanto a este aspecto, pero en cuanto a la proporción de bonos con un vencimiento residual de menos de un año, por ejemplo, sigue habiendo desventajas en comparación con los mercados emergentes del Este de Asia y más aún con las economías avanzadas (véase el Gráfico 1). La mayoría de las emisiones de los mercados de América Latina tienen tasas de interés flotantes y los inversionistas exigen que las

tasas de interés se indexen a la inflación o al tipo de cambio, a diferencia de los mercados emergentes de Asia, en los cuales las tasas fijas son la norma y prácticamente no hay indexación. Alrededor de 80% de los bonos emitidos en el Este de Asia entre 2000 y 2005 (ponderados según su valor) tiene vencimientos de más de un año sin indexación, mientras que la cifra correspondiente en el caso de América Latina es de menos de 10%. Con la excepción de unas pocas emisiones de referencia, los niveles negociados se mantienen relativamente bajos, lo que le resta cierta liquidez a los mercados. Y los mercados regionales siguen estando desproporcionadamente dominados por los bonos gubernamentales. Los bonos del sector público representan 30% del PIB de la región, mientras que en los mercados emergentes de Asia se registra una cifra más pequeña de 23,3%, lo que responde a un mayor grado de endeudamiento gubernamental de lo que tradicionalmente ha sido característico en América Latina. Por el contrario, el campo empresarial de los mercados internos sigue estando especialmente subdesarrollado: en América Latina los bonos empresariales representan apenas 2,7% del PIB de la región, mientras que en el Este de Asia la cifra es de 8,9%.

Lo que hay que determinar es si esas diferencias son efímeras o duraderas. Si el problema en América Latina es que los períodos de déficit fiscal han conducido a un exceso de emisiones gubernamentales de bonos que han sacado del mercado a las emisiones de bonos del sector privado, entonces puede que se necesiten muchos años de superávit fiscales primarios para eliminar el exceso de bonos gubernamentales. Si el problema radica en que los antecedentes de inestabilidad macroeconómica y financiera de América Latina son el factor que limita la demanda de los inversionistas de instrumentos de deuda con tasas de interés indexadas a la inflación o al tipo de cambio, entonces puede que deban transcurrir muchos años para que políticas más sólidas reduzcan la volatilidad de forma que se genera una demanda de emisio-

► Continúa en la página 3

La coordinación de la presente edición de *IDEA* estuvo a cargo de Ugo Panizza, y se basa en investigaciones de Eduardo Borensztein, Kevin Cowan, Barry Eichengreen y Ugo Panizza.

Eduardo Lora
Director General

Rita Funaro
Editora

Ideas para el Desarrollo en las Américas, IDEA, es un boletín sobre políticas económicas y sociales que publica tres veces al año el Departamento de Investigación del Banco Interamericano de Desarrollo. Agradecemos todos los comentarios, los cuales se deben dirigir a la editora de *IDEA*, Rita Funaro, a la dirección de correo electrónico ritaf@iadb.org.

Las opiniones expresadas aquí son responsabilidad de los autores y no necesariamente reflejan los puntos de vista y políticas del BID. Se permite la libre reproducción de los artículos, siempre que se reconozca como fuente a *IDEA* y al BID. Si desea recibir el boletín electrónicamente, sírvase enviar su dirección de correo electrónico a RES-pubs@iadb.org. Todos los números del boletín pueden consultarse en la siguiente página de Internet: <http://www.iadb.org/res/news>



BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO

1300 New York Ave., NW
Washington, DC 20577

¿Auge de los mercados de bonos?

Los mercados de bonos en general— y los mercados de bonos empresariales en particular— de todo el mundo se han tomado su tiempo para desarrollarse plenamente, y América Latina no es la excepción a la regla. Antes de los años 80 prácticamente no había mercados de bonos empresariales fuera de Estados Unidos. Durante los años 80, los mercados de bonos de Japón y EE.UU. experimentaron un auge cuando los marcos normativos restrictivos cedieron ante la liberalización generalizada. Las reformas “Big Bang” de los años 90 le dieron un impulso aún mayor al crecimiento y los mercados de bonos empresariales de Europa se metieron en la contienda tras la creación del Mercado Europeo y el euro. América Latina no tuvo un mercado de bonos empresariales digno de mención antes de 1990. En ese momento, la estabilización macroeconómica y mejores regulaciones de los mercados de títulos-valores y de las estructuras de dirección empresarial dieron lugar al despegue de los mercados nacionales. Sin embargo, desde un punto de vista comparado, los mercados latinoa-

mericanos de bonos empresariales no sólo se han tomado su tiempo para finalmente desarrollarse, sino que además han carecido del dinamismo de sus contrapartes de los mercados emergentes.

Un vistazo superficial al desarrollo de los mercados de bonos de América Latina muestra que las crisis, bien sean internas o internacionales, a menudo son lo que hace arrancar a los mercados internos de bonos. En México y Uruguay el gobierno comenzó a emitir bonos después de que la crisis de la deuda de 1982 interrumpió el acceso al mercado internacional de capitales. En el caso de Argentina, el mercado de bonos gubernamentales debutó en 1990–91, cuando el gobierno emitió varios bonos a objeto de consolidar la deuda del Banco Central con la banca comercial y consolidar los pasivos que había a la sazón con los jubilados, proveedores y víctimas del régimen militar. Pero los bonos internos comenzaron a perder importancia tan pronto como el gobierno argentino obtuvo acceso al mercado internacional de capitales tras reestructurar exitosamente sus préstamos bancarios

internacionales en mora. El caso más llamativo es el de Chile, donde la gran cantidad de bonos gubernamentales en circulación (principalmente emitidos por el Banco Central) son el legado de la crisis bancaria que aquejó al país a comienzos de los años 80. Curiosamente, tomando en cuenta la crisis más reciente, la experiencia de Chile parece ser diametralmente opuesta a la de la mayoría de los países de la región. De hecho, luego de la crisis de Rusia que sumergió al país en una profunda recesión, el tamaño del mercado interno de bonos gubernamentales comenzó a reducirse con gran rapidez.

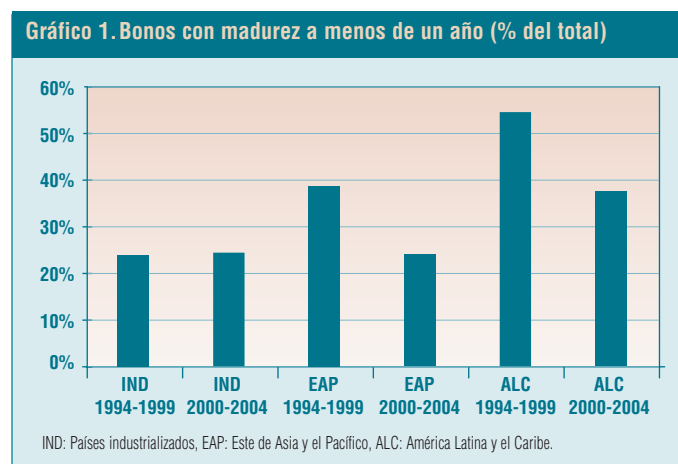
En total, desde mediados de los años 90, los mercados nacionales de bonos de varios países latinoamericanos han venido creciendo con mucho vigor. El repunte tiene su origen en la crisis del Tequila que se hizo sentir en la región en 1995. El desarreglo económico que siguió a la devaluación de la moneda mexicana dejó a varios países sin acceso al mercado internacional de capitales y los obligó a depender del mercado interno. En circunstancias nor-

► *Continúa en la página 4.*

Mercados de bonos: ¿Llanta de...?

► *viene de la página 2*

nes de plazos más largos. Si la renuencia actual de los inversionistas a mantener en sus carteras bonos empresariales al precio que sea obedece a percepciones de conducción empresarial imperfecta y un cumplimiento errático de los contratos, entonces puede que sea hora de llevar a cabo las reformas necesarias para crear una demanda significativa. Si el obstáculo en los mercados internos de los países más pequeños de América Latina y el Caribe para distribuir los costos fijos de las emisiones y mejorar la liquidez de los mercados secundarios es la falta de una escala adecuada, entonces la cuestión principal a



determinar es si será posible o no superar este obstáculo. O puede que estas inquietu-

des sean exageradas y quizá las reformas pertinentes consigan producir mercados más fuertes y líquidos en el corto plazo.

En la presente edición de IDEA se tratan estos y otros aspectos de los mercados internos de bonos de América Latina. El análisis se sustenta en gran medida en trabajos de base preparados para la edición 2007 del Informe de progreso económico y social (IPES), titulado *Vivir con Deuda*, así como en los resultados del proyecto de la Red de Centros sobre el desarrollo de mercados de bonos en América Latina.

¿Auge de los mercados de bonos?

► viene de la página 3

males los países quizá habrían regresado al endeudamiento internacional, pero la serie de crisis financieras (la del Este de Asia en 1997, la de Rusia en 1998, la de Brasil en 1999 y la de Argentina en 2001) que siguieron a la crisis de México condujeron a una situación de discontinuidad del acceso a los mercados internacionales de capitales y convencieron a los diseñadores de políticas de la importancia de contar con una fuente interna y confiable de financiamiento.

El Gráfico 2 muestra el crecimiento del mercado de bonos, donde la capitalización de mercado se muestra en una escala relativa al PIB en 1994 y en 2004. En Chile, donde el proceso comenzó un poco antes, la capitalización del mercado interno aumentó precisamente a la par de la economía, mientras que en Perú, Colombia, México y más que nada en Brasil, el mercado de bonos creció aún con mayor rapidez que la producción de bienes y servicios. Sin embargo, este crecimiento excepcional se ha debido principalmente al auge de la masa de bonos gubernamentales, lo que responde a los déficit fiscales y la práctica oficial de financiamiento mediante bonos que imperaron hasta hace pocos años. Una vez más, la excepción ha sido Chile, cuyo mercado de bonos oficiales ha venido creciendo más lentamente que el PIB, mien-

tras que el de bonos privados ha crecido con mayor rapidez.

A pesar de este crecimiento excepcional, cuando se cuantifican los mercados de bonos en relación con el PIB, América Latina a fin de cuentas sigue estando rezagada no sólo con respecto a los países avanzados sino también a las economías emergentes del Este de Asia. Aunque América Latina tenía una gran masa de bonos oficiales para 2004 —producto de los déficit fiscales— los segmentos del mercado de bonos representados por las emisiones de instituciones financieras y empresas privadas son considerablemente menores que en el Este de Asia (Gráfico 3). Curiosamente, esta diferencia en el crecimiento de los mercados internos es menos pronunciada cuando se toma en consideración la capitalización en relación con el tamaño del sector financiero. En otras palabras, los mercados de bonos de América Latina son pequeños en relación con el PIB de la región, pero no en relación con el sector financiero, porque los sectores financieros latinoamericanos— no simplemente los mercados de bonos— se hallan subdesarrollados.

Que esos mercados parezcan crecer paralelamente sugiere que el desarrollo de los mercados de bonos es un corolario del proceso de desarrollo financiero más amplio. Esto no sorprende para nada, ya que

el desarrollo de los sistemas bancarios y el desarrollo de los mercados de bonos comparten una serie de requisitos. En ambos casos, la confianza del público requiere de un nivel razonable de divulgación de información. A su vez, para hacer que dicha divulgación sea un requisito exigido por ley y resolver los “problemas de defectos ocultos” puede ser precisa la regulación por parte de una entidad de supervisión o de una comisión de valores. El desarrollo tanto de un mercado de bonos y un sistema bancario sólido requiere de derechos sólidos de los acreedores y un sistema eficaz de buena conducción empresarial, de manera que los pequeños acreedores tengan la seguridad de ser tratados de manera justa. En ambos casos, la confianza entre ahorristas e inversionistas puede depender de la estabilidad macroeconómica, de modo que los ahorristas y los inversionistas no teman que el valor de sus activos se vea reducido a causa de la inflación, así como derechos de acreedores sólidos, para que éstos tengan la seguridad de recibir un trato justo en caso de una crisis de deuda o bancaria.

El hecho de que los mercados de bonos crezcan a la par del resto del sistema financiero, o del sistema bancario, sugiere que los bancos y los mercados de bonos tienen

► Continúa en la página 5

Gráfico 2. Crecimiento del mercado de bonos en 1994–2004

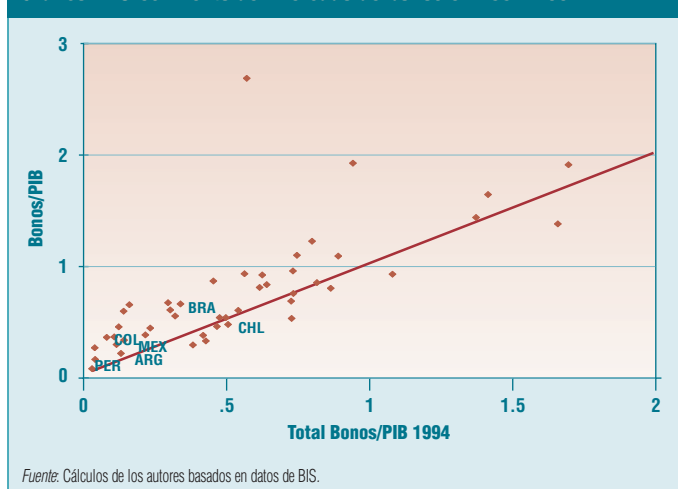
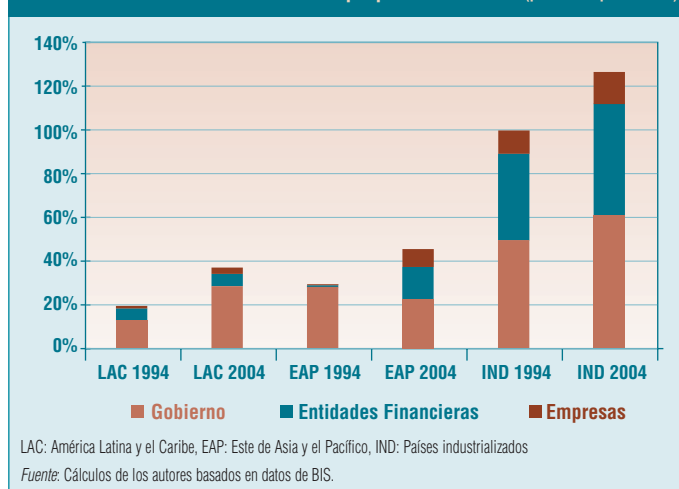


Gráfico 3. Bonos nacionales como proporción del PIB (promedio ponderado)



Bonos vs. bancos

¿Es cierto, como afirman muchos analistas, que los mercados de bonos desplazan a la banca? A juzgar por los resultados de la investigación, la respuesta es “no”. De hecho, el desarrollo del mercado de bonos y los préstamos bancarios parecen reforzarse mutuamente (Jiang, Tang y Law, 2001). Además, los mercados de bonos actúan como una llanta de repuesto (aunque a medio inflar) que llena en parte el vacío que deja la disminución de los préstamos bancarios (Hawkins, 2002). En varios países los bancos son tenedores importantes de bonos tanto de empresas privadas como gubernamentales y actúan como gerentes de inversionistas menores. Además, los bancos desempeñan un papel clave en el desarrollo del mercado de bonos mediante la titularización de sus préstamos y al actuar como garantes (es decir, al garantizar la colocación total de una emisión dada de bonos empresariales) y como reforzadores del crédito (o sea, al garantizar parte del pago de los bonos empresariales).

Desde un punto de vista teórico, hay interacciones interesantes entre los mercados de bonos empresariales y gubernamentales y el préstamo bancario. Bolton y Freixas (2006) estudian los factores determinantes de la composición de los bonos soberanos, bonos empresariales y el financiamiento bancario de una economía emergente con escasez de capital, débiles instituciones de aplicación de los términos del endeudamiento y un posible exceso de endeudamiento por parte del gobierno que puede dejar al país expuesto al incumplimiento soberano. En ese modelo, el financiamiento bancario es más flexible porque los bancos tienen mejor información y pueden demostrar paciencia hacia una empresa con problemas de liquidez y hasta de solvencia. Por el mismo motivo, el monitoreo bancario es más costoso para la empresa e impone más condiciones. Por el contrario, los bonos no tienen la misma flexibilidad pero sí tienen un costo más bajo. La implicación es que las compañías con menos probabilidades de fracasar prefieren los bonos.

Al incluir al gobierno en la ecuación, la presencia de actores tan importantes hace reducir el costo de la emisión de bonos (debido a las economías de escala) pero también hace aumentar la probabilidad de una crisis bancaria si se produce un incumplimiento. En una crisis bancaria, una corrida contra los depósitos conduce a la quiebra de bancos y también provoca la insolvencia de compañías endeudadas con la banca, lo que hace aumentar el peligro que representa la deuda bancaria. En este sentido, el mercado de bonos actúa como una llanta de repuesto porque ayuda a aislar a las empresas del riesgo de incumplimiento soberano y las crisis bancarias concomitantes. De ahí que la presencia del gobierno en la ecuación haga que contar con un mercado de bonos brinde un beneficio adicional. Aparte del efecto normal de proporcionar financiamiento a un costo menor a las compañías más seguras, la presencia de un mercado de bonos les ahorra a esas empresas el costo de una crisis bancaria. Por lo tanto, los beneficios de crear tal mercado son mayores en

economías emergentes que en países avanzados con menos probabilidades de sufrir una crisis bancaria. La otra cara de esta moneda es que cuando una parte considerable de las empresas comienzan a emplear el financiamiento mediante bonos, el gobierno se da cuenta de que el costo de una crisis bancaria se hace más bajo y toma más riesgo (mediante el exceso de endeudamiento), con lo que aumenta la probabilidad de incumplimiento.

Otra opción puede ser la titularización. Con esta forma de financiamiento las compañías protegen la flexibilidad del financiamiento bancario, pero se hacen inmunes a las crisis de la banca. Los costos de transacción aumentan, sin embargo, debido a que las empresas deben cubrir tanto las comisiones de la banca como los costos de emisión de los bonos. El resultado de esta situación es que las empresas con menos probabilidades de fracasar emiten bonos, las compañías de segundo nivel recurren a los préstamos bancarios con garantía y las compañías más débiles recurren a préstamos bancarios.

¿Auge de los mercados...? ► viene de la página 4

una relación más de complementación que de sustitución. Los bancos prestan servicios de suscripción a los posibles emisores del país, asesorándolos sobre los términos y el momento más adecuado para efectuar la oferta. Proporcionan financiamiento puente durante el tiempo que dure el mercado de los bonos. Ofrecen canales de distribución para los bonos gubernamentales y constituyen un elemento importante de la red primaria de operadores. Su apoyo institucional también puede conducir a la liquidez del mercado secundario. Por último, y más directamente, los bancos, gracias a su tamaño relativamente grande, pueden ser por sí mismos importantes emisores de bonos del país. Aunque algunos de esos servicios se pueden obtener de bancos extranjeros, los costos pueden ser

considerables. Y en el caso de ciertas funciones, tales como la creación de una red de distribución que permita conservar a los inversionistas del país, los bancos extranjeros pueden carecer de la capacidad institucional necesaria. Todo ello sugiere que el desarrollo del mercado de bonos no se debe ver como una alternativa al desarrollo de un sistema bancario eficiente, sino más bien como parte de un proceso orgánico único.

Por todo ello, los mercados de bonos de América Latina han seguido la tendencia mundial y han venido creciendo a buen paso. Pero aquí el detalle está en la palabra “seguido”, ya que es posible que los sistemas financieros de la región hayan entorpecido lo que podría haber sido el pujante auge de los mercados de bonos.

Estrategias para el desarrollo del mercado de bonos: el Este de Asia vs. América Latina

Las iniciativas de políticas concebidas para desarrollar los mercados de bonos se pueden dividir según su naturaleza en cinco tipos distintos: i) las de fortalecimiento de los sistemas financieros y jurídicos, ii) las inversiones en la creación de infraestructuras dedicadas a cumplir funciones específicas en el mercado, iii) las medidas para promover la participación de inversionistas institucionales, iv) las medidas para alentar la participación de inversionistas extranjeros y v) las iniciativas extranacionales. ¿Cómo se compara América Latina con el Este de Asia en cuanto a estas políticas?

Fortalecimiento de los sistemas financiero y jurídico. En este aspecto el Este de Asia lleva la delantera. Si bien las medidas en cuanto a la infraestructura jurídica varían considerablemente, América Latina tiende a exhibir resultados deslucidos en cuanto a la protección tanto de inversionistas como de acreedores. En ambos casos, el país de mejores resultados de América Latina (Chile) tiene valores inferiores al promedio de Asia. Los principales países del Este de Asia en este aspecto exhiben resultados mejores aún que sus contrapartes latinoamericanas en términos de medidas de transparencia financiera. Con las excepciones de México y Perú, todos los países de América Latina con información de la Comisión Internacional de Normas de Contabilidad (International Accounting Standards Committee – IASC) se ubican por debajo de todos y cada uno de los países asiáticos con información.

Inversiones en la creación de infraestructuras dedicadas a cumplir funciones específicas en el mercado. Ambas regiones han avanzado mucho en el desarrollo de la infraestructura de mercado. Para 2002, 88% de los países latinoameri-

canos habían creado una entidad supervisora; 91% habían establecido dispositivos de custodia, 92% habían invertido en un proceso de compensación y pago. Todos los países de la región contaban con sistemas modernos de operación. Lo mismo se puede decir de todos los países de ingresos medios y altos del Este de Asia, mas no de sus contrapartes de ingresos más bajos. Al mismo tiempo, varios países asiáticos han dado pasos excepcionales para mejorar la transparencia del mercado secundario. Malasia ha creado un sistema de divulgación de información de bonos en el que los operadores están obligados a introducir los datos de precios y volúmenes dentro de los 10 minutos siguientes a cada transacción. La Asociación del Mercado de Bonos de Tailandia requiere que los operadores den cuenta de las operaciones bilaterales dentro de los siguientes tres minutos y distribuye esa información entre sus miembros cuatro veces al día. La Asociación de Operadores de Valores de Corea requiere que sus miembros den cuenta de las operaciones que realizan dentro de los 15 minutos siguientes a través de su sistema de distribución de información y publica esos datos en su sitio web el mismo día. Indonesia planea avanzar en la misma dirección mediante la creación de una agencia autónoma para la determinación de los precios de los bonos. Las iniciativas de divulgación de información en el mercado secundario de América Latina no aspiran a tanto.

Promoción de la participación de inversionistas institucionales. Los países latinoamericanos han contado desde hace mucho tiempo con regímenes de pensiones y jubilación generosos. La privatización de los mismos en los últimos años ha generado un cúmulo de inversionistas institucionales con un gran apetito por bonos emitidos por los países de la región, en especial, bonos

gubernamentales. Por el contrario, en Asia, los sistemas de seguridad social han sido históricamente subdesarrollados y han venido alentando a las familias a que adopten niveles considerables de ahorro en preparación para la jubilación. Pero los fondos de previsión gubernamentales representan una demanda considerable de instrumentos de renta fija que se correspondan con las características de sus anualidades.

Promoción de la participación extranjera. Es en este aspecto donde se diferencian más las estrategias adoptadas por las dos regiones. Las economías latinoamericanas se desenvuelven una por una individualmente, cada una procurando mejorar la eficiencia de la infraestructura de sus mercados, lo predecible de las operaciones y la transparencia de la normativa. De hecho, cada país compite con sus vecinos para atraer inversionistas extranjeros. Por el contrario, los países del Este de Asia proceden en conjunto, no sólo en el mejoramiento de los mecanismos regionales sino también armonizando las instituciones y la regulación interna de la región, y creando no sólo vehículos nacionales de inversión que resulten interesantes para los inversionistas extranjeros, sino vehículos regionales de inversión como el Pan Asian Index Fund. En principio, cada enfoque tiene sus ventajas. El enfoque descentralizado de América Latina permite que los países que así lo deseen avancen con rapidez, mientras que el enfoque colectivo del Este de Asia genera presiones a los países con más probabilidades de rezagarse. El enfoque latinoamericano promete réditos inmediatos para los países que logren llevar a cabo reformas importantes, pero amenaza con toparse con las limitaciones de una escala eficiente mínima. En otras palabras, incluso si un país centroamericano o sudamericano peque-

► Continúa en la página 10

Publicaciones nuevas

DOCUMENTOS DE TRABAJO DEL DEPARTAMENTO DE INVESTIGACIONES

(Disponibles en inglés únicamente)

An Evaluation of the Contractionary Devaluation Hypothesis (Evaluación de la Hipótesis de la devaluación contraccionista) (WP-582)

Por Ricardo Bebczuk, Arturo Galindo y
Ugo Panizza

Se emplea un panel de 57 países de todo el mundo, así como varias medidas de dolarización formuladas recientemente, para determinar si la hipótesis del balance general ha servido para explicar los cambios económicos desfavorables registrados durante los últimos 10 años. Además, se analizan los canales a través de los cuales las devaluaciones pueden resultar contraccionistas, en especial se analiza si las decisiones de inversión y consumo se ven afectadas por las devaluaciones de la moneda en situaciones de descalce cambiario.

Weak Instruments and Weak Identification in Estimating the Effects of Education on Democracy (La debilidad de los instrumentos y de la identificación al calcular los efectos de la educación en la democracia) (WP-569)

Por Matteo Bobba y Decio Coviello

¿Hay alguna relación entre educación y democracia? Una vez que se hacen las correcciones correspondientes a la debilidad de los instrumentos y se determina que la educación es un factor “débilmente exógeno”, se descubre nueva evidencia de que la formación académica sistemáticamente conduce a la democracia. Los resultados son robustos independientemente de la especificación del modelo, las estrategias de instrumentación y las muestras.

Corporate Governance and Firm Value in Mexico (Conducción empresarial y valor de las empresas en México) (WP-564)

Por Alberto Chong y

Florencio López de Silanes

El objetivo de este trabajo es doble. Por un lado se analiza la evolución reciente de los mercados de capitales y sus efectos sobre la disponibilidad del financiamiento externo en México durante los últimos dos decenios. Por otro lado, en base a un nuevo conjunto de datos recabados a nivel de empresa sobre las estructuras de dirección y el desempeño empresarial, se demuestra que existe una relación entre mejores prácticas de dirección empresarial y un mayor valor de la empresa, mejor desem-

peño y mayores dividendos distribuidos entre los inversionistas. En general, los elementos de juicio hacen pensar que el entorno jurídico de México presenta problemas graves para el acceso al capital.

Public Debt and Social Expenditure: Friends or Foes? (Deuda oficial y gasto social: ¿socios o enemigos?) (WP-563)

Por Eduardo Lora y Mauricio Olivera

En este trabajo se evalúan los efectos de la deuda oficial total (externa e interna) sobre el gasto social en todo el mundo y en América Latina, empleándose un panel no equilibrado de aproximadamente 50 países durante el período de 1985 a 2003. El hallazgo más robusto e importante es que niveles de deuda más elevados reducen el gasto social al tiempo que el incumplimiento de las obligaciones de la deuda ayuda a acrecentar el gasto social. Los efectos adversos de la deuda y los pagos de intereses de la deuda son considerablemente más intensos en América Latina, lo que hace que los incumplimientos contribuyan más a aumentar el gasto social. Sin embargo, la principal implicación de políticas es que no hay mejor manera de proteger el gasto social que evitar endeudarse excesivamente, especialmente en América Latina.

The Gender Wage Gap in Chile 1992- 2003 from a Matching Comparisons Perspective (La brecha salarial entre los sexos en Chile en 1992-2003, desde la perspectiva de las comparaciones emparejadas) (WP-562)

Por Hugo Nopo

En este trabajo se analiza la evolución de la brecha salarial entre los sexos en Chile durante el período de 1992 a 2003. Los resultados parecen indicar que a pesar del mayor logro académico de la mujer persisten diferencias salariales notables en Chile a favor de los hombres. Estas diferencias salariales no explicadas, que rondan el 25% del salario promedio de las mujeres, no muestran una tendencia clara durante el período. Las diferencias salariales son mayores en los percentiles más elevados de la distribución de salarios, entre los que han alcanzado un mayor nivel académico, en puestos directivos y entre trabajadores a medio tiempo.

Public Debt around the World: A New Dataset of Central Government Debt (Deuda oficial alrededor del mundo: nuevo conjunto de datos sobre la deuda de los gobiernos centrales) (WP-561)

Por Dany Jaimovich y Ugo Panizza

En este trabajo se presenta un nuevo conjunto de datos sobre la deuda del gobierno

central de 89 países durante el período de 1991 a 2005 y de otros siete países durante 1993-2005. Se puede consultar el conjunto de datos en: http://www.iadb.org/res/pub_desc.cfm?pub_id=DBA-005

Sovereign Debt: Indexation and Maturity (Deuda soberana: indexación y vencimiento) (WP-560)

Por Laura Alfaro y Fabio Kanczuk

En este trabajo se pasa revista a la obra publicada sobre la deuda soberana y se le dedica atención especial a la indexación y el vencimiento, así como a las principales propuestas de políticas relacionadas con estos temas. Al analizar la sostenibilidad de la deuda soberana, la compensación entre la deuda nominal y la indexada, y el vencimiento óptimo de la deuda, se descubre que algunas de las propuestas que se presentan en la obra publicada en cuanto al alargamiento de los vencimientos de la deuda y la emisión de deuda nominal resultan insostenibles en economías emergentes.

The Reform of Fiscal Institutions in Latin America (La reforma de las instituciones fiscales en América Latina) (WP-559)

Por Mauricio Cárdenas y Eduardo Lora

Los buenos resultados fiscales y las tendencias favorables de la deuda pública en América Latina en los últimos años no son únicamente producto del buen momento por el que pasa la región. También se deben a mejoras en las instituciones fiscales, al fortalecimiento de los sistemas tributarios y a las mejores bases institucionales para la descentralización. Este estudio pasa revista a los avances en las instituciones fiscales de la región en las dos últimas décadas.

Debt Instruments and Policies in the New Millennium: New Markets and New Opportunities (Instrumentos y políticas de deuda en el nuevo milenio: mercados y oportunidades nuevos) (WP-558)

Por Ugo Panizza, Barry Eichengreen y Eduardo Borensztein

Los diferenciales de los bonos soberanos se hallan en un nivel bajo sin precedentes, al menos desde que se inició la era actual de los mercados de bonos de las economías emergentes en los años 90. En este trabajo se analiza el estado actual de los mercados internacionales e internos de bonos y se determina si las tendencias favorables actuales son un cambio duradero o una moda pasajera. También se trata lo que el BID y otras instituciones financieras internacionales pueden hacer para contribuir a consolidar las tendencias positivas y prevenir nuevos epi-

► Continúa en la página 8

Publicaciones nuevas

► viene de la página 7

sodios de paradas repentinas de capitales en América Latina.

Who's Afraid of Foreign Aid? The Donors' Perspective (¿Quién le tiene miedo a la ayuda externa? El punto de vista de los donantes) (WP-556)

Por Alberto Chong y Mark Gradstein

En este trabajo se analizan los factores que inciden en el apoyo a la ayuda externa entre los votantes de los países donantes. El modelo teórico sugiere que la eficiencia de los gobiernos es un factor importante y vincula el ingreso individual al respaldo de la ayuda a través de la elasticidad de la sustitución. Un análisis empírico de las actitudes individuales revela que hay dos factores que se relacionan estrechamente con el apoyo a la ayuda externa: la satisfacción con el desempeño del gobierno del propio país y el ingreso relativo del individuo. También se halla que la ayuda guarda una vinculación negativa con la desigualdad, la corrupción y los impuestos.

Global Factors and Emerging Market Spreads (Factores mundiales y diferenciales de rendimiento de los bonos de los mercados emergentes) (WP-552)

Por Eduardo Levy Yeyati y Martín González Rozada

En este trabajo se demuestra que buena parte de la variabilidad de los diferenciales de rendimiento de los bonos de los mercados emergentes se debe a la evolución de factores mundiales tales como la disposición a asumir riesgos (según se desprende de los diferenciales de los bonos empresariales de alto rendimiento en los mercados desarrollados), la liquidez mundial (medida según las tasas de interés internacionales) y el contagio (de acontecimientos sistémicos tales como el incumplimiento de Rusia). Este vínculo se ha mantenido relativamente estable en el tiempo y contribuye a hacer predicciones de largo plazo precisas. En general, los resultados subrayan el papel crítico que desempeñan los factores exógenos en la evolución del costo del endeudamiento que encaran las economías emergentes.

The Under-Registration of Births in Latin America (La falta de inscripción de los nacimientos en el registro civil en América Latina) (WP-551)

Por Leslie Stone, Analía Olgíati y Suzanne Duryea

Según cálculos de la UNICEF (2001), aproximadamente 14% de los nacimientos en América Latina no se inscriben en el registro civil. Los niños que carecen de algún documento oficial donde conste su nacimiento pueden no tener

acceso a los servicios de educación y atención médica. En este trabajo se analiza la falta de inscripción en el registro civil en Bolivia, Brasil, Colombia, la República Dominicana, Perú y Nicaragua empleándose datos de encuestas demográficas y de salud. La falta de inscripción en el registro civil de niños de menos de cinco años de edad varía de 8,4% en Perú a 25,8% en la República Dominicana. En los seis países hay diferencias regionales considerables.

DOCUMENTOS DE TRABAJO DE LA RED DE CENTROS

(Disponibles en inglés únicamente)

Veto Players, Fickle Institutions and Low-Quality Policies: The Policymaking Process in Ecuador (Actores con poder de veto, instituciones inconstantes y políticas deficientes: el proceso de diseño de políticas en Ecuador) (R-523)

Por S. Saiegh, A. Mejía, A. Pérez Liñán y M. Araujo

En este trabajo se procura comprender por qué los actores políticos, las instituciones y las reformas jurídicas han sido sistemáticamente incapaces de generar cooperación en el proceso de diseño de políticas de Ecuador. Se identifican dos rutas que conducen a resultados deficientes del diseño de políticas. En la primera, el programa del ejecutivo se ve eclipsado por las demandas clientelares de corto plazo de toda una gama de actores con poder de veto en el poder legislativo, lo que produce el estancamiento de las políticas. En la segunda, el poder ejecutivo se delega en una burocracia a menudo técnica que toma las decisiones aislada de presiones políticas, pero donde la falta de estabilidad institucional conduce a la inestabilidad de las políticas.

Revisiting the Employability Effects of Training Programs for the Unemployed in Developing Countries (Un nuevo vistazo a los efectos de los programas de capacitación en la posibilidad de conseguir empleo de los desempleados en los países en desarrollo) (R-522)

Por Ángel Calderón

En este trabajo se calcula la cantidad de semanas adicionales que trabajan las personas gracias a la capacitación en comparación con las que no reciben capacitación. Basándose en funciones de riesgo, se calculan las repercusiones de un programa tanto en el tiempo que se invierte en buscar empleo como en el tiempo que se pasa en ese puesto de trabajo. Se demuestra que la incapacidad de distinguir entre hallar un empleo "sostenido" y hallar "un empleo" puede

llevar a conclusiones engañosas sobre la eficacia de los programas.

Political Institutions, Policymaking Processes and Policy Outcomes in Chile (Instituciones políticas, procesos de diseño de políticas y resultados de políticas en Chile) (R-521)

Por C. Aninat, J. Landregan, P. Navia y J. Vial

Al analizar el proceso de diseño de políticas de Chile, este trabajo descubre que las características más resaltantes de dicho proceso en ese país son el sistema electoral y el sistema de partidos que lleva aparejado, caracterizado por dos coaliciones de larga data, un poder ejecutivo poderoso con el control de hecho del programa, un poder judicial relativamente independiente, una burocracia relativamente libre de corrupción, incluso según los parámetros de la OCDE, y una serie de puntos de veto en el proceso de diseño de políticas que permite que los actores que se vean afectados impidan el cambio de políticas.

The Pitfalls of Policymaking in Peru: Actors, Institutions and Rules of the Game (Las trampas del diseño de políticas en Perú: actores, instituciones y las reglas del juego) (R-511)

Por Eduardo Morón y Cynthia Sanborn

El proceso de diseño de políticas en Perú durante los últimos 25 años ha estado dominado en gran medida por el poder ejecutivo y bajo los efectos de una gama de factores estructurales y políticos, así como de las apetencias personales de presidentes y de las percepciones de la población sobre las crisis. Con contadas excepciones, ni el Congreso ni los demás poderes públicos han desempeñado papeles eficaces. Ello se debe a los arreglos constitucionales, los resultados electorales y las debilidades históricas de los partidos políticos y otros actores. Si bien ciertos ámbitos de la toma de decisiones se han reformado desde 2001, en muchos ámbitos el diseño de políticas sigue siendo un proceso arbitrario e impredecible que produce políticas de baja calidad, un cumplimiento precario y fácilmente reversible.

Political Institutions, Policymaking Processes, and Policy Outcomes: The Case of Uruguay (Instituciones políticas, procesos de diseño de políticas y resultados de políticas: el caso de Uruguay) (R-510)

Por M. Bergara, A. Pereyra, R. Tansini, A. Garcé, D. Chasqueti, D. Buquet y J. Moraes

Uruguay genera una gama de resultados de políticas que van desde políticas relativamen-

► Continúa en la página 9

Publicaciones nuevas

► viene de la página 8

te estables hasta políticas inflexibles y de baja calidad. La principal característica externa de las políticas de Uruguay es la rigidez, que tiene su origen en factores institucionales (múltiples puntos de veto, partidos divididos en facciones y mecanismos de democracia directa) y el conflicto político (preferencias divergentes de políticas). Las instituciones políticas pueden llevar a un avenimiento político en el corto plazo, pero no es posible instaurar políticas estables y flexibles a largo plazo.

OTRAS PUBLICACIONES

(Disponibles en inglés únicamente)

Bank Ownership and Lending Behavior (Propiedad de la banca y conductas crediticias)

Por Alejandro Micco y Ugo Panizza. POLIS. Università del Piemonte Orientale "Amedeo Avogadro" Documentos de trabajo Alessandria. No.67. Febrero de 2006, y Serie de Documentos de trabajo del Banco Central de Chile. No.369. Julio de 2006.

En este trabajo se analiza si la propiedad de bancos por parte del estado guarda alguna correlación con la conducta crediticia durante el ciclo económico y se descubre que los préstamos de esos bancos son menos sensibles a las sacudidas macroeconómicas que el otorgamiento de préstamos por parte de bancos privados.

Bank Ownership and Performance: Does Politics Matter? (Propiedad y desempeño de la banca: ¿importa la política?)

Por Alejandro Micco, Ugo Panizza y Mónica Yañez. POLIS. Università del Piemonte Orientale "Amedeo Avogadro" Documentos de trabajo Alessandria. No.68. Febrero de 2006.

En este trabajo se emplea un nuevo conjunto de datos para reevaluar la relación entre la propiedad y el desempeño de la banca, se presentan cálculos separados de países en desarrollo e industrializados. Se descubre que los bancos propiedad del estado de países en desarrollo tienden a exhibir una menor rentabilidad y mayores costos que sus contrapartes privadas, y que lo contrario se verifica en el caso de los bancos de propiedad extranjera. Este trabajo no halla ninguna correlación firme entre la propiedad y el desempeño de los bancos de los países industrializados. Se descubre que la diferencia de desempeño entre los bancos públicos y los privados se amplía en los años de elecciones, lo que sugiere que la misma tiene que ver con consideraciones políticas.

Inequality and Informality (Desigualdad e informalidad)

Por Alberto Chong y Mark Gradstein. Documentos de análisis del Centro para la Investigación de Políticas Económicas No.5545. Marzo de 2006.

Este trabajo presenta una teoría y elementos de juicio sobre los factores que determinan el tamaño del sector informal. Se propone un modelo teórico simple en el que dicho tamaño guarda una correlación positiva con la desigualdad del ingreso, más aún en presencia de instituciones débiles, y una correlación negativa con la prosperidad de la economía. A continuación, estas predicciones se convalidan empíricamente empleándose diversas variables sustitutas del tamaño del sector informal, la desigualdad del ingreso y la calidad institucional.

Inflation and Labor Market Flexibility: The Squeaky Wheel Gets the Grease (Inflación y flexibilidad del mercado laboral: la rueda que rechina es la que se engrasa)

Por Ana María Loboguerrero y Ugo Panizza. POLIS. Università del Piemonte Orientale "Amedeo Avogadro" Documentos de trabajo Alessandria. No.63. Febrero de 2006.

La inflación puede "engrasar" los engranajes del mercado laboral al aflojar la rigidez con la que se puede redimensionar los salarios, pero también puede hacer aumentar la incertidumbre y tener un efecto negativo de "arena". En este trabajo se analiza ese efecto de engrasamiento de la inflación determinando si la interacción entre la inflación y la regulación del mercado laboral incide negativamente en la manera en que el empleo responde a las variaciones de la producción. Los resultados muestran que en los países industrializados con mercados laborales altamente regulados el efecto de engrasamiento de la inflación es más fuerte que el efecto de arena. En los mercados en desarrollo rara vez se halla un efecto significativo de la inflación o de la regulación de los mercados laborales, lo que puede deberse al tamaño del sector informal de la economía y a la limitada aplicación de la regulación de jure del mercado laboral.

Phoenix Miracles in Emerging Markets: Recovering without Credit from Systemic Financial Crises (El milagro del ave fénix en los mercados emergentes: recuperación sin crédito de crisis financieras sistémicas)

Por Guillermo Calvo, Alejandro Izquierdo y Ernesto Talvi. Documentos de trabajo del NBER. No.12101. Marzo de 2006.

Se emplea una muestra de mercados emergentes que están integrados con los mercados mun-

diales de bonos para analizar la fase de colapso y recuperación de las crisis de la producción que coincide con las paradas repentinas sistémicas. Los hallazgos revelan la presencia de un patrón muy similar entre episodios de características diferentes: la producción se recupera prácticamente sin recuperación del crédito interno ni del crédito externo, un fenómeno que se ha dado en llamar el "milagro del fénix", en el que la producción "se levanta de sus cenizas", lo que hace pensar que las compañías pasan por un proceso de ingeniería financiera para restablecer la liquidez fuera de los mercados de crédito formal.

Real Exchange Rates, Dollarization and Industrial Employment in Latin America (Tipos de cambio real, dolarización y empleo industrial en América Latina)

Por Arturo Galindo, Alejandro Izquierdo y José Manuel Montero. Documentos de trabajo del Banco de España. No.0601. 2006.

Se emplea un conjunto de datos de panel sobre el empleo en el sector industrial y el comercio de nueve países latinoamericanos para comprobar si las fluctuaciones del tipo de cambio real tienen o no un efecto significativo en el empleo y se analiza si dicho efecto varía con el grado de dolarización de los pasivos. El conjunto de los elementos de juicio econométricos confirma el punto de vista de que la depreciación del tipo de cambio real puede tener un efecto positivo en el crecimiento del empleo, pero este efecto se revierte a medida que aumenta la dolarización de los pasivos. En ramos de actividad con un elevado nivel de dolarización de pasivos, el efecto general de una depreciación del tipo de cambio real puede ser negativo.

Relative Price Volatility Under Sudden Stops: The Relevance of Balance Sheet Effects (Inestabilidad de los precios relativos en condiciones de paradas repentinas: pertinencia de los efectos del balance general)

Por Guillermo Calvo, Alejandro Izquierdo y Rudy Loo-Kung. Journal of International Economics. Vol. 69, No.1. 2006.

Las paradas repentinas guardan una relación con la inestabilidad creciente de los precios relativos. Se presenta un modelo basado en la adquisición de información para racionalizar este aumento de la inestabilidad. Un análisis empírico confirma la pertinencia de las paradas repentinas y los posibles efectos de los balances generales como factores determinantes claves de la volatilidad de los precios relativos, dónde se captan los efectos del balance general por la interacción de una variable sustitutiva de las

► Continúa en la página 10

Publicaciones nuevas

► viene de la página 9

variaciones potenciales del tipo de cambio real y una medida de dolarización de los pasivos internos.

Religion and Education Gender Gap: Are Muslims Different? (Brecha entre los sexos en la religión y educación: ¿son distintos los musulmanes?)

Por Mandana Hajj y Ugo Panizza

POLIS. Università del Piemonte Orientale

"Amedeo Avogadro" Documentos de trabajo Alessandria. No.70. Febrero de 2006.

En este trabajo se emplean datos al nivel del individuo y diferencias entre las estrategias de cálculo de diferencias para comprobar si la brecha entre los sexos en la educación entre musulmanes se diferencia de la de los cristianos. En particular, este trabajo emplea datos de libaneses jóvenes y muestra que las jóvenes (tanto musulmanas como cristianas) tienden a recibir más educación que los jóvenes y que no hay diferencia en la brecha entre los sexos en cuanto a la educación entre musulmanes y cristianos. Por lo tanto, el trabajo no halla respaldo alguno para la hipótesis de que los musulmanes discriminan contra la educación femenina.

Streamlining and Privatization Prices in the Telecommunications Industry (Agilización y precios de la privatización en el ramo de las telecomunicaciones)

Por Alberto Chong y Virgilio Galdo.

Económica. Vol. 73, No. 291. Agosto de 2006.

En este trabajo se estudia la relación entre la

reestructuración de compañías propiedad del estado antes de su privatización y los precios de venta alcanzados en los procesos de privatización en el ramo de las telecomunicaciones. Se emplean datos nuevos que cubren el proceso de privatización de 84 compañías de telecomunicaciones, las cuales representan casi 80% del sector en términos de valor. Al concentrarse en las políticas de agilización y los problemas de regulación antes de la privatización, se descubre que si bien la mayoría de las medidas de agilización laboral no inciden en los precios de la privatización, la presencia de una agencia reguladora antes de la privatización sí incide en los precios, especialmente si la misma se creó antes de que se realizara la venta.

The Effect of Parental Presence, Parent's Education, and Household Headship on Adolescent's Schooling and Work in Latin America (Efecto de la presencia y la educación de los padres y el liderazgo en el hogar en el aprendizaje y el trabajo de los adolescentes en América Latina)

Por Suzanne Duryea y Mary Arends-Kuenning.

Journal of Family and Economic Issues. Vol.27, No.2. Abril de 2006.

Se investiga de qué manera incide la presencia y educación de los padres en la asistencia escolar de los adolescentes, su participación en el trabajo y el logro escolar en Brasil, Ecuador, Nicaragua y Panamá. Los adolescentes que viven en familias en las que sólo está presente la madre exhiben una asistencia a clases y un nivel de

logro académico considerablemente más bajos que los adolescentes que viven con ambos padres. Sin embargo, los efectos de vivir en una familia en la que sólo está presente la madre son reducidos en comparación con los efectos de la educación de los padres. Los adolescentes que viven en familias en las que sólo está presente la madre no tienen más probabilidades de trabajar que los adolescentes de familias con los dos padres. Dirigir los beneficios específicamente a los niños de familias en las que sólo está presente la madre puede permitir llegarle a más niños en peligro de tener resultados escolares precarios que dirigirlos específicamente a los niños de familias encabezadas por la mujer.

The Long-Run Volatility Puzzle of the Real Exchange Rate (El viejo acertijo de la inestabilidad del tipo de cambio real)

Por Ugo Panizza, Ricardo Hausmann y Roberto Rigobón.

Journal of International Money and Finance. Febrero de 2006.

En este trabajo se documentan las considerables diferencias de la vieja inestabilidad del tipo de cambio real. En particular, se muestra que la inestabilidad del tipo de cambio real de los países en desarrollo es aproximadamente tres veces mayor que la inestabilidad del tipo de cambio real de los países industrializados. Se descubre que la magnitud de las sacudidas y las diferencias de elasticidad sólo explican una pequeña parte de la diferencia de la inestabilidad del tipo de cambio real entre los países en desarrollo y los países industrializados.

Estrategias...

► viene de la página 6

ño consigue crear uno de los mercados de bonos empresariales más eficientes del mundo, junto con niveles alentadoramente elevados de participación de inversionistas extranjeros, el reducido tamaño del país, sus empresas y su mercado implican que el país carecerá de la liquidez y los bajos costos de que gozan los mercados más grandes, dado que la emisión y negociación de bonos están sujetas a retornos de escala cada vez mayores. Por su parte, es probable que el enfoque de Asia sea más lento porque el consenso debe preceder a la reforma, aunque promete producir un mercado regional integrado de bonos y con ello superar en cierta medida las limitaciones de una escala insuficiente. Otra diferencia entre las dos regiones es que varios países latinoamericanos han

procurado superar las limitaciones del reducido tamaño de sus mercados y la dificultad de fortalecer rápidamente los derechos de los inversionistas y acreedores al facilitar las iniciativas de las entidades nacionales para endeudarse también en los principales centros financieros internacionales. América Latina sigue dirigiendo la mirada hacia los mercados mundiales. Por el contrario, el Este de Asia ha tratado de hallar una solución regional a esos problemas. Claro está que esta descripción es una representación a grandes rasgos de estrategias diferentes y la realidad es más compleja, especialmente en América Latina, donde hay un nivel mucho menor de coordinación.

BIENVENIDO AL RES

El Departamento de Investigación se complace en anunciar la incorporación de Eduardo Cavallo a su equipo de investigación. El Sr. Cavallo, quien es oriundo de Argentina, posee un doctorado en Políticas Públicas y una maestría también en Políticas Públicas de la Universidad de Harvard, y una licenciatura en Economía de la Universidad de San Andrés en Buenos Aires. Ha sido investigador del Centro para el Desarrollo Internacional (CID), académico visitante del Banco de la Reserva Federal de Atlanta y miembro del cuerpo docente del Programa de Verano de la Escuela Kennedy de Gobierno (Universidad de Harvard). Fue cofundador de la Fundación Grupo Innova, un centro de investigaciones de Argentina. Sus campos de interés en la investigación son los de finanzas internacionales y macroeconomía, con hincapié en América Latina.

Mira quién habla

Esta sección del boletín brinda una síntesis de las presentaciones y eventos que ha patrocinado el Departamento de Investigación en los últimos meses.

Velasco gana el Premio a la Excelencia en la Investigación del BID

El 28 de febrero de 2006, el Banco Interamericano de Desarrollo otorgó su primer Premio a la Excelencia en la investigación, a Andrés Velasco, de la Escuela Kennedy de Gobierno de la Universidad de Harvard y actualmente ministro de Finanzas de Chile. Velasco fue seleccionado por su destacada combinación de logros académicos y su activa y eficaz participación en el proceso de diseño de políticas de América Latina y el Caribe.

En sus palabras al aceptar el Premio, Velasco nombró tres condiciones que considera necesarias para vincular la labor de investigación con el diseño eficaz de políticas en América Latina. La primera condición es la generación de conocimientos útiles por parte de los investigadores. Aunque no existe una manera única ni segura de generar buenas ideas, comparó las buenas ideas con las jirafas, ya que se reconocen de inmediato apenas aparecen. Hizo notar que los aportes de economistas latinoamericanos tales como Carlos Díaz Alejandro, el economista principal del BID, Guillermo Calvo, y el ex economista principal del Banco Ricardo Hausmann han resultado especialmente valiosos.

Una segunda condición es la presencia de instituciones sólidas que puedan transformar ideas en políticas. Pero es mucho más fácil hablar de crear instituciones eficaces que hacerlo, dada la naturaleza “endógena” de las mismas, en su condición tanto de efecto como de causa de las condiciones sociales. No obstante, el mejoramiento de las instituciones actuales sigue siendo posible por medio del mejoramiento de la resistencia de esas instituciones a las sacudidas macro y microeconómicas. Esto se puede lograr fortaleciendo los mecanismos de seguridad social, a fin de reemplazar las “inseguridades sociales” tales como el gasto oficial cíclico.

Una tercera condición para vincular la investigación con el diseño de políticas es la voluntad política. Puede que ésta no exista a priori, pero sí puede surgir como resultado de la fijación de las metas adecuadas. Además, cada país debe hallar un sistema adecuado que le permita articular los intereses de sus ciudadanos. En este sentido resulta especialmente importante hallar una manera de hacer corresponder las preferencias de los representantes con las preferencias de sus representados, de

manera que los ciudadanos puedan tener la confianza suficiente en sus funcionarios públicos para invertirlos de las capacidades asimétricas cuyas acciones no son inmediatamente evidentes.

En términos concretos, el vínculo entre la investigación y el diseño de políticas en América Latina sigue siendo débil debido a la relativa escasez de instituciones de enseñanza superior de políticas públicas y de la escasez concomitante de profesionales capaces de emplear los instrumentos analíticos de la administración pública a los problemas de sus países. Para resolver esta situación es preciso crear muchas más instituciones de educación superior en el campo de las políticas públicas.

Norbert Schady dio una charla el 17 de enero de 2006 sobre el desarrollo temprano de la infancia en América Latina, con una referencia especial a Ecuador

Norbert Schady resumió, en una charla en el BID, los resultados de una revisión reciente de la obra publicada y del análisis de los efectos del programa Bono de Desarrollo Humano de Ecuador. Comenzó con el fundamento teórico que sustenta la inversión en el desarrollo temprano de la infancia (ECD, por sus siglas en inglés). Tanto las destrezas cognitivas tales como la inteligencia, como las capacidades no cognitivas tales como el control de los impulsos se vinculan con resultados positivos más adelante en la vida de la persona, y el desarrollo de esas destrezas depende en gran medida o totalmente de que el niño crezca en un entorno y reciba una nutrición adecuada durante etapas específicas de su crecimiento. No obstante, los padres no siempre hacen las inversiones adecuadas en el desarrollo de los niños por no disponer de suficiente dinero, información o preocupación. Además, resulta más económico promover la igualdad de las oportunidades más temprano en la vida del niño que promover la igualdad de los resultados más adelante.

Elementos de juicio de Estados Unidos hacen pensar que las intervenciones en la primera infancia, incluidas las evaluaciones randomizadas de pequeña escala y los programas de ambientación educativa y cultural de gran escala para niños desatendidos tienen efectos positivos, aunque hay dudas sobre su economía

y diferencias en los efectos de los programas de ambientación educativa y cultural. Aunque la evaluación de los programas para padres y de visitas al hogar en Estados Unidos han arrojado resultados precarios, un estudio randomizado en Jamaica halló efectos importantes en el desarrollo de los niños. Persisten varias preguntas en cuanto al diseño de los programas en América Latina y el Caribe. La primera de ellas es si las intervenciones que se concentran en las costumbres de los padres en cuanto a la crianza de sus hijos pueden ser más eficaces en América Latina de lo que han sido en Estados Unidos según indican las evaluaciones realizadas. Una pregunta afín es cómo diseñar las intervenciones que mejoran los resultados y que al mismo tiempo resultan atractivas para los padres. Una tercera pregunta es determinar qué inversiones complementarias es preciso efectuar tras las inversiones en el desarrollo de la primera infancia.

Hasta ahora son pocos los estudios cuantitativos rigurosos que se han hecho sobre los efectos de las inversiones en el desarrollo de la primera infancia en América Latina y todavía se necesita describir los diversos resultados del desarrollo cognitivo y no cognitivo. Lo limitado de los elementos de juicio provenientes de Ecuador hacen pensar que los gradientes socioeconómicos tienen un efecto considerable en el desarrollo cognitivo y no cognitivo, y que las brechas se van ampliando con el tiempo, aunque la salud del niño y la manera en que sus padres lo crían pueden contribuir a reducir los efectos de las diferencias económicas. Actualmente se está analizando si el programa de pagos condicionados Bono de Desarrollo Humano puede mejorar los indicadores del desarrollo de la primera infancia, si no intervienen otros factores. Los elementos de juicio de otros países de América Latina y el Caribe hacen pensar que intervenciones parecidas mejoran el desarrollo de la primera infancia, pero todavía no se ha llegado a una combinación óptima de asistencia nutricional y monetaria, así como el entorno de estímulo.

Es probable que la investigación venidera sobre este tema aproveche el uso de pruebas cognitivas que se emplean internacionalmente y cuyos resultados han demostrado una correlación con los resultados posteriores. También será importante determinar las vías causales y las etapas delicadas o críticas, o ambas cosas, durante las cuales se afectan diversas capacidades.

► Continúa en la página 12

Mira quién habla

► viene de la página 11

Norman Loayza dio una charla en el BID el 7 de marzo de 2006

La apertura puede beneficiar el crecimiento: el papel de la complementariedad de las políticas

En un momento en que los países de la región están suscribiendo acuerdos de libre comercio tanto con Estados Unidos como con países asiáticos, todavía existen desacuerdos en cuanto a los efectos de la apertura del comercio exterior y la integración económica en el desarrollo. Los argumentos teóricos de larga data a favor de la apertura, que presuponen la existencia de mercados funcionales, han hecho hincapié en la eficiencia generada por la competencia y la especialización. Análisis más escépticos de la apertura han hecho hincapié en el papel del mercado y las imperfecciones institucionales, las cuales pueden devenir en desempleo, la especialización en sectores no dinámicos y la concentración en industrias de extracción.

La experiencia de América Latina se ubica en un punto medio entre esos dos extremos. Si bien los elementos de juicio empíricos indican que hay un vínculo entre la apertura y el crecimiento a largo plazo, los hallazgos de corto y mediano plazo son más vagos. Los hallazgos de grandes muestras de varios países parecen

favorecer a la apertura y los estudios de casos individuales brindan un punto de vista en general más positivo de la apertura, pero los resultados varían de un país a otro. Por ejemplo, a niveles muy bajos de PIB per cápita, la apertura tiene repercusiones negativas en el crecimiento. Por otro lado, la apertura hace aumentar el crecimiento a niveles más elevados de PIB, y los países más ricos obtienen mayores beneficios de la apertura. Además, los efectos de la apertura en el crecimiento también dependen en parte de otros factores tales como la calidad del estado de derecho en esos países.

Un estudio de 40 años de 82 países analiza más detenidamente el papel de las variables que intervienen y hace pensar que los efectos de la apertura en el crecimiento se determina en gran medida por las reformas complementarias que van más allá de la integración económica y abarcan los factores institucionales y macroeconómicos. Además del estado de derecho, entre esos factores figuran la formación académica, la infraestructura (incluidas las telecomunicaciones), la solidez financiera, la flexibilidad y regularidad laboral, la flexibilidad del acceso de empresas y la estabilidad macroeconómica.

De esos hallazgos se desprenden dos lecciones de políticas. En primer lugar, si bien la integración económica propiamente dicha no es necesariamente beneficiosa para la econo-

mía de un país, la integración sí puede resultar positiva en el entorno adecuado. Por lo tanto, es importante para los gobiernos tomar en cuenta cómo preparar la economía para la apertura.

En segundo lugar, los diseñadores de políticas deben actuar basándose en estrategias de crecimiento que tomen en cuenta las condiciones específicas de su país, y deben tener presente las condiciones que hay que cambiar para poder dar curso a las reformas. Ello presupone que los países deben determinar dónde están las áreas de mayor necesidad y fijar sus prioridades de manera correspondiente. A tal fin es preciso efectuar un análisis más profundo de las condiciones del país, así como recabar datos detallados que trasciendan el ámbito de las variables sustitutas más elementales. Por ejemplo, la cuantificación de la educación debe incluir no sólo las cifras de matriculación, sino también índices de la calidad de la educación.

Una última cuestión que entra en el tratamiento de las políticas es por qué no se emprenden las reformas. Parece haber toda una gama de motivos. En algunos casos puede que las reformas necesarias sencillamente sean demasiado costosas. Pero en otros casos las reformas deben hacer frente a limitaciones de la economía política tales como la resistencia de parte de grupos de intereses específicos.



Noticias de nuestras redes

Red de Centros

Seminarios de proyectos (todos a realizarse en la Ciudad de México)

La discriminación y los resultados económicos • Del 31 de octubre al 1 de noviembre de 2006

En este seminario se tratarán documentos de investigación de Argentina, Bolivia, Chile, Colombia, Ecuador, Perú y Uruguay.

El surgimiento de nuevas actividades exitosas de exportación en América Latina y el Caribe • Del 31 de octubre al 1 de noviembre de 2006

En esta reunión se tratarán ocho proyectos de siete países (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador y Uruguay).

El desarrollo de los mercados de bonos de América Latina 2 de noviembre de 2006

En una sesión especial de la Conferencia de la ADEALC se presentarán cuatro trabajos de investigación de Argentina, Brasil, Chile y México.

www.iadb.org/res/researchnetwork

ADEALC 2006

Del 2 al 4 de noviembre de 2006 Instituto Técnico Autónomo de México (ITAM), Ciudad de México

En las asambleas de este año de la Asociación de Economía de América Latina y el Caribe (ADEALC), el Departamento de Investigación patrocinará los siguientes seminarios:

- La economía de América Latina: perspectivas y desafíos
- El mercado laboral de México: problemas y perspectivas
- Los bancos extranjeros en las economías emergentes
- Vivir con deuda. ¿Cómo limitar los riesgos del financiamiento soberano?
- Deuda, incumplimiento y estabilización en América Latina
- Cómo pueden los experimentos aportar ideas nuevas al programa de desarrollo económico