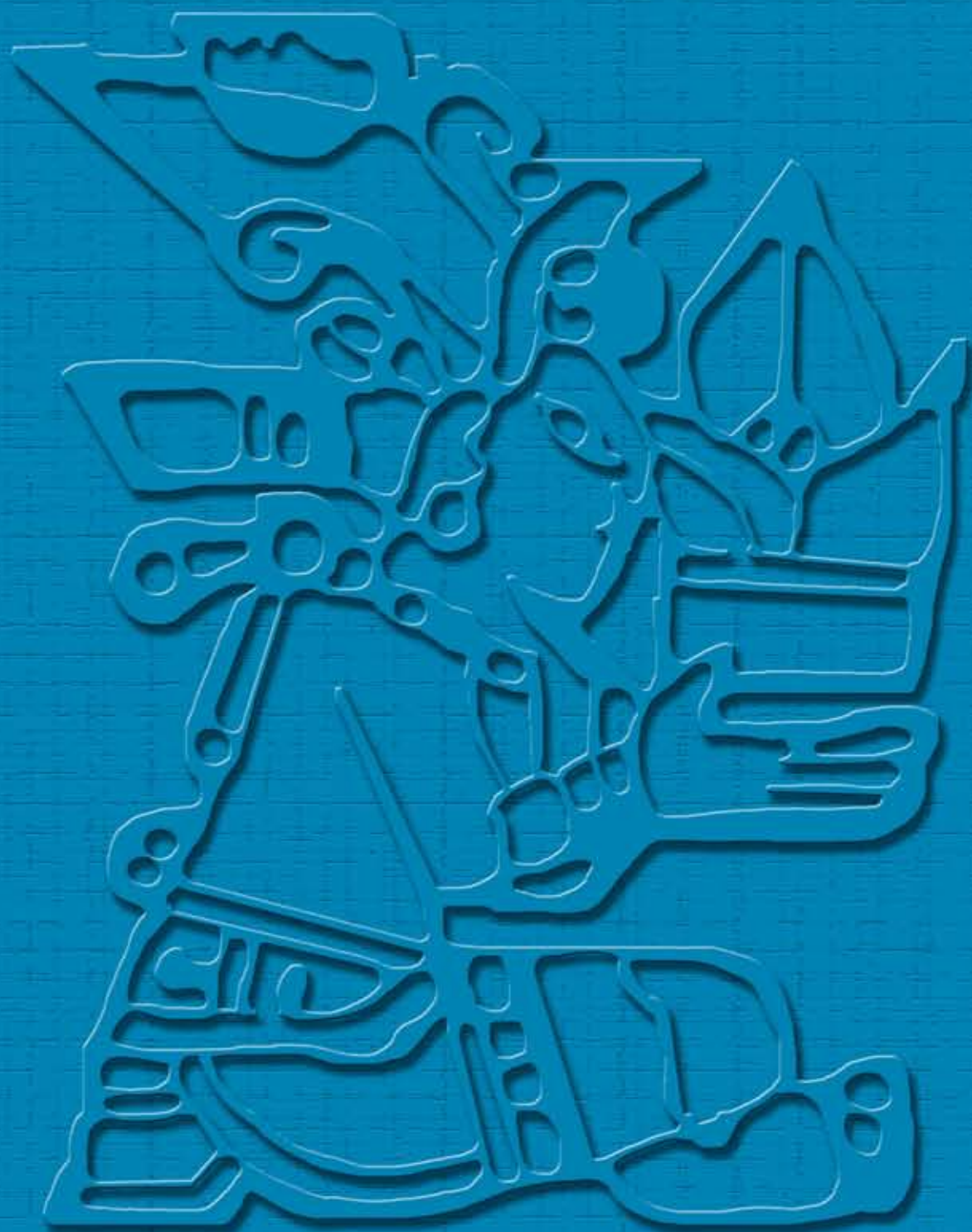




Banca Central

No. 54 - Julio / Diciembre - 2007 - Año XVI - Guatemala, C. A.



BANCO DE GUATEMALA

7a. avenida, 22-01, zona 1, Guatemala, C. A.

Apartado Postal: 365

Teléfono: PBX (502) 2429 6000 / 2485 6000

Fax: (502) 2253 4035

Página Internet: www.banguat.gob.gt

Swift: **BAGUGTGC**

CONSEJO EDITORIAL DE BANCA CENTRAL

DIRECTOR

OSCAR ROBERTO MONTERROSO SAZO

CONSEJEROS

SERGIO FRANCISCO RECINOS RIVERA

LIDYA ANTONIETA GUTIÉRREZ ESCOBAR

LEONEL MORENO MÉRIDA

JUAN CARLOS CASTAÑEDA FUENTES

RAÚL GONZÁLEZ DE PAZ

COORDINACIÓN

ENRIQUE AMURRIO COMPARINI

EDICIÓN

JUAN FRANCISCO SAGÜÍ

PRODUCCIÓN

SERGIO HERNÁNDEZ RODAS

LEONEL ENRIQUE DUBÓN QUIÑONEZ

DIAGRAMACIÓN

JUAN MANUEL COLORADO HERNÁNDEZ

PEDRO MARCOS SANTA CRUZ LÓPEZ

SERVICIOS SECRETARIALES

EMY ZELAYA BAL

IMPRESIÓN

UNIDAD DE IMPRENTA

DEL BANCO DE GUATEMALA

Banca Central es una publicación semestral, divulgativa del pensamiento institucional del Banco de Guatemala. Debido a que es una Revista de amplio criterio, también está abierta a ideas no necesariamente coincidentes con las del Banco.

Los colaboradores de la Revista son entera y exclusivamente responsables por sus opiniones y, por consiguiente, éstas no reflejan la posición oficial del Banco, a menos que ello se haga constar expresamente.

Es libre la reproducción de los artículos, gráficas y cifras que figuren en la Revista, siempre y cuando se mencione la fuente.

Toda correspondencia deberá dirigirse a: Revista *Banca Central*, Banco de Guatemala, 7ª. avenida, 22-01, zona 1. Código Postal No. 01001.

ÍNDICE

Presentación	3
--------------	---

Ponencias presentadas durante el
XVI Ciclo de Jornadas Económicas
del Banco de Guatemala, (21 y 22 de junio de 2007)

El papel del sector financiero en la promoción del crecimiento económico y desarrollo con especial referencia a América Latina	5
<i>Jan Kregel</i>	

El papel del sector financiero en el crecimiento económico y desarrollo	17
<i>John Nugée</i>	

Riesgo-país en una economía pequeña y abierta: Perspectiva desde una agencia calificadora	25
<i>Fergus McCormick</i>	

Visión crediticia de Guatemala: enfoque soberano	31
<i>Mauro Leos</i>	

Causas y efectos de la medición del riesgo-país en una economía pequeña y abierta	43
<i>Francisco Suárez</i>	

Calificación soberana para Guatemala	53
<i>Franco Uccelli</i>	

Secciones permanentes

Junta Monetaria	61
Autoridades y Funcionarios Superiores del Banco de Guatemala	62
Bibliotecas del Banco de Guatemala	63



La Revista Banca Central No. 54 incluye las ponencias expuestas durante el XVI Ciclo de Jornadas Económicas del Banco de Guatemala, celebradas en la sede del Banco Central guatemalteco los días 21 y 22 de junio de 2007. Los temas se presentan de acuerdo al orden en el cual participaron los ponentes:

El papel del sector financiero en la promoción del crecimiento económico y desarrollo con especial referencia a América Latina, del panelista Jan Kregel, en el cual plantea que ha habido un giro en el papel tradicional desempeñado por los bancos y señala que, si se ve la composición del activo de los bancos, en EE UU prestan dinero a la industria de las finanzas; sin embargo, ya no le prestan a la inversión. Afirma que si observamos a los bancos en América Latina, desde las crisis de los años 80, existe un comportamiento parecido. Agrega que a pesar de ello los bancos latinoamericanos han logrado tener retornos o créditos tan elevados para sus accionistas, cuando pareciera que no están cumpliendo con su función de financiar la inversión.

El papel del sector financiero en el crecimiento económico y desarrollo, del conferencista John Nugée, donde reflexiona que si bien el sector moderno eficiente es una condición necesaria para una prosperidad económica amplia, ciertamente no es muy eficiente. El autor explora qué otros aspectos necesita una sociedad para permitir que el sector privado pueda desarrollarse en su mayor potencial, recalcando en dos instituciones sociales: a) los contratos sociales que hace la sociedad consigo misma limitando sus acciones y b) las reglamentaciones que establece dicha sociedad para garantizar el cumplimiento de una conducta ya aceptada.



Deidad maya que aparece en los billetes de veinte quetzales. Es una estilización elaborada por el pintor guatemalteco Alfredo Gálvez Suárez que tomó la figura representada en la página doce del Códice Maya, conservado en la biblioteca de Dresde, Alemania. Dicha figura fue identificada por los historiadores J. Antonio Villacorta C. y Carlos A. Villacorta en su libro *Códices Mayas* —impreso en la Tipografía Nacional de Guatemala en 1930— como “Dios E: con un vaso de plantas en las manos y una cruz en el adorno de la cabeza. Su signo está en el jeroglífico 2; representa la divinidad del maíz o de la agricultura, llamada ‘Yun Kax’”.

Riesgo-país en una economía pequeña y abierta: perspectiva desde una agencia calificadora, del autor Fergus McCormick, en el cual plantea que, como analista de deudas, su trabajo es en esencia descubrir los problemas y tratar de determinar el riesgo real que existe en los diferentes países. El ponente analiza cómo la globalización afecta a las economías pequeñas y abiertas; propone cómo disminuir el riesgo-país con buenas políticas; y trata acerca de los costos del financiamiento a nivel de mercado local.

Visión crediticia de Guatemala: enfoque soberano, del ponente Mauro Leos, en el cual desarrolla el marco analítico a partir del cual opera la empresa Moody's Investors Service y, tomando en cuenta ese marco,

qué temas enfatiza ésta en relación al caso de Guatemala. La intención de su ponencia es trasladar una mejor comprensión de cómo y por qué se ve a Guatemala como la ve *Moody's*; al final de cuentas, señala, es una visión crediticia de Guatemala. Sostiene que una calificación de crédito se relaciona con una evaluación; es decir: la opinión sobre la capacidad y voluntad de pago de un Gobierno de sus títulos de deuda, de sus bonos, capacidad que se entiende como voluntad en la práctica.

Causas y efectos de la medición del riesgo-país en una economía pequeña y abierta, del autor Francisco Suárez, en el cual afirma que tradicionalmente el rumbo de las calificaciones de riesgo soberano, cuando éste está por debajo del grado de inversión, está íntimamente ligado con lo que está pasando con el desarrollo del sistema financiero en un país determinado que, para el caso de Guatemala, es uno de los factores que se está monitoreando. Agrega que los acontecimientos sucedidos desde octubre del 2006 son importantes y en tal sentido asociar el futuro de las instituciones financieras con el desarrollo de las mismas, la consolidación del sistema y su fortalecimiento, está íntimamente ligado también con lo que pueda estar pasando con las calificaciones de riesgo soberano. Cree el autor que el elemento de riesgo-país, entendido en un sentido muy amplio como el clima de los negocios, es parte crucial del análisis que se hace para determinar y asignar una calificación soberana.

Calificación soberana para Guatemala, del expositor Franco Uccelli, donde aclara que no representa a una agencia calificadora de riesgo, sino a Bear Stearns el cual es un banco de inversión pleno, que no asigna calificaciones a los países ni a los créditos que monitorea; su tarea es formular recomendaciones de inversión en los instrumentos emitidos por estos países. Añade que representa la perspectiva del mercado, la visión que tiene el mercado del crédito guatemalteco. Desarrolla su ponencia a partir de estos temas: 1) Revisión de los factores que definen la calidad del crédito guatemalteco y la valuación de sus bonos soberanos, es decir: los factores que mueven el mercado de bonos soberanos de Guatemala. 2) Descripción de los bonos, propiamente de los bonos guatemaltecos, y de cómo se transa en el mercado en relación con los bonos emitidos por otros países de la región centroamericana y caribeña. 3) Reflexiones finales sobre lo que al mercado internacional le gustaría ver en el mercado local guatemalteco.

El papel del sector financiero en la promoción del crecimiento económico y desarrollo con especial referencia a América Latina*

Jan Kregel

Juan Carlos Castañeda:** *Es un honor para el Banco de Guatemala contar con la presencia del Doctor Jan Kregel, como conferencista en el XVI Ciclo de Jornadas Económicas. El Doctor Kregel es académico del Levy Economics Institute en Bard College, Nueva York, y actualmente es profesor distinguido de investigación en el Centro para el Pleno Empleo y la Estabilidad de Precios de la Universidad de Missouri en Kansas City. Asimismo labora como profesor de Finanzas para el Desarrollo en la Universidad Tecnológica de Tallin. Fue Director de la Unidad de Análisis de Política y Desarrollo de la Oficina de las Naciones Unidas para el Financiamiento del Desarrollo y Subsecretario del Comité de Expertos en Cooperación Internacional en Materia Tributaria de las Naciones Unidas. Antes de ingresar a la ONU, fue profesor de Economía en la Universidad de Bolonia, así como profesor de Economía Internacional en la Escuela Avanzada de Estudios Internacionales Paul Nitze de la Universidad Johns Hopkins, donde también sirvió como Director Asociado del Centro de Bolonia de 1987 a 1990. Ha publicado más de 160 artículos en volúmenes editados y en revistas científicas, incluyendo Economic Journal, American Economic Review, Journal of Economic Literature y Journal of Post Keynesian Economics. Cuenta con una serie de libros entre los cuales están: Rate of profit,*

Distribution and growth: Two views; The theory of economic growth; Reconstruction of political economy; Theory of capital. Es coautor, junto con José Antonio Ocampo y Estephany Griffith-Jones, del libro International finance and development. El Doctor Kregel estudió en la Universidad de Cambridge y recibió su doctorado de la Universidad de Rutgers. Es miembro vitalicio de la Royal Economic Society del Reino Unido, miembro electo de la Sociedad Italiana de Economistas y miembro distinguido de la Asociación Nacional de Economistas de Cuba. Doctor Kregel, muchas gracias por aceptar nuestra invitación para participar en estas jornadas económicas.

Agradezco al Banco de Guatemala su invitación. Me gusta empezar mi presentación brindándoles un resumen de su contenido, de manera que si no podemos finalizar, ustedes sabrán la dirección de la misma. Existen dos formas por las cuales se puede abordar el tema que se sugirió para hoy: ofrecer una explicación muy breve de la función del sector financiero en la promoción del crecimiento económico. Durante los últimos 10 años hemos trabajado en las Naciones Unidas, activamente, participando en lo que ahora se conoce como Consenso de Monterrey y, probablemente, éste es un estudio muy conocido. Así que me pareció más sensato presentarles una paradoja, e intentar darle sentido a la misma, establecida en el Consenso de Monterrey. Si nos enfocamos en los bancos de otros países, particularmente de Estados Unidos de América, los bancos ya no prestan en el sentido de que la predominancia de préstamos ya no se encuentra como parte de la cartera de los bancos. En particular, si vemos la composición

* Título original en inglés: *The role of the financial sector in promoting economic growth and development with special reference to Latin America.*

** Director del Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de Guatemala

del activo de los bancos, en Estados Unidos prestan dinero a la industria de las finanzas; sin embargo, ya no le prestan a la inversión. Éste es un proceso de titularización, del que quizás podamos hablar más tarde, pero estoy seguro de que ustedes están familiarizados con el concepto. La paradoja en sí consiste en que si vemos a los bancos, particularmente los bancos en América Latina, desde las crisis de los años 80, encontramos un comportamiento similar. Los bancos ya no están incrementando sus préstamos al sector privado y, en particular, ya no están incrementando sus préstamos al sector privado no financiero. Normalmente se supone que la función fundamental del sector financiero en el desarrollo es, primero, financiar al sector económico principal para brindar apoyo a la inversión necesaria para acumular capital que permita el incremento y crecimiento de los ingresos. Sin embargo, los bancos ya no le prestan a la industria privada de la misma forma, ¿Por qué sucede esto y por qué existe esta similitud entre los bancos de los Estados Unidos de América y los bancos de América Latina? Voy a terminar mi presentación con otra paradoja: si examinamos las estadísticas de los créditos de los bancos en los países desarrollados y en América Latina, de manera que se utilice cualquier medida razonable del retorno de estos créditos sobre el capital, en Latinoamérica las estadísticas son mucho más elevadas, incluso de 2 a 3 veces, en comparación con los países desarrollados. La segunda parte de la paradoja es: ¿Por qué los bancos latinoamericanos han logrado tener retornos o créditos tan elevados para sus accionistas, cuando parece que no están cumpliendo su función de financiar la inversión? Al final responderé esta pregunta.

Si examinamos la función de las finanzas en el mundo financiero, de acuerdo al padre de la explicación académica, Joseph Schumpeter, las finanzas son cruciales, no solamente para la inversión sino también para lo que él llamó la financiación de la destrucción creativa, la cual es el proceso por medio del cual se introduce el avance en la economía. Asimismo Schumpeter menciona que los bancos son cruciales al permitir al sector privado introducir nuevas formas de producción que participarían en el proceso de lo que él llama “destrucción creativa”, refiriéndose a la introducción de nuevas tecnologías que impulsarían a los productores a seguir existiendo o dejar de existir en el momento en el que entre la nueva tecnología. Ésta ofrece una nueva posibilidad de producción y, por consiguiente, mayores ingresos. Si examinamos la función tradicional de las finanzas en el desarrollo, encontramos que

en términos generales se refiere a la financiación externa. Habiendo trabajado en la ONU durante 10 años, puedo asegurarles que no nos preocupábamos solamente de las restricciones que los países en vías de desarrollo enfrentan (generalmente recursos internos o ahorros internos). Debido a que las naciones en desarrollo tienen ingresos muy bajos, es necesario generar más recursos y los recursos externos se deben utilizar para limitar estas restricciones. La asistencia a través de financiamiento proveniente del exterior supone que la estructura financiera interna no tiene mucha importancia. Uno no encuentra en los documentos de la ONU mayor asistencia al desarrollo interno y tampoco se encuentra una discusión directa de la estructura o forma del sistema financiero interno que podría ser el más adecuado para el proceso de desarrollo.

El interés reciente en América Latina en la financiación para el desarrollo proviene particularmente de la crisis de deuda en América Latina. Existe la duda de que los flujos financieros no han tenido efecto en el sector real, pero en los sucesos de los años 80 la evidencia deja pocas dudas de que los flujos financieros y de capital que ocurrieron en esa década fueron una de las causas del mal desempeño del sector real y del estancamiento en el crecimiento de los sueldos reales, por lo que se llamó a los 80 la Década perdida. Al mismo tiempo esto produce el cambio en el análisis de una crisis. Al analizar la recuperación posterior proveniente de la crisis latinoamericana, la Crisis del Tequila, a mediados de los 90, trajo a la atención que quizás la inestabilidad en los países latinoamericanos no se produjo por las causas tradicionales de exceso de absorción interna o por la demanda interna o de sueldos reales, lo que a su vez dio lugar a un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Se concluyó que la cuenta de capital de la balanza de pagos fue un factor más importante en el examen de la inestabilidad, y esto simplemente fue una forma de evidenciar que los factores financieros probablemente eran de importancia fundamental para determinar la conducta verdadera del sistema financiero. Si nos enfocamos en el periodo posterior a los 80 y vemos el rendimiento del sector financiero respecto al fomento de la inversión en Latinoamérica, encontraremos que la inversión como parte del PIB es extremadamente pequeña. De 1990 al 2003, los promedios fueron de 20%, mientras que en Asia llegaron al 35%, donde algunas economías tienen cifras incluso más elevadas que llegan hasta el 40%. Acabo de regresar de China, donde estuve dos semanas, y —si vemos la experiencia de este país— ahora tiene tasas

de inversión, con un sistema financiero muy rudimentario, que llegan al 40%.

Muchas veces se ha dicho que las diferencias respecto a la forma en la que funcionan los sistemas financieros y cómo financian el desarrollo y las inversiones, se deben al cambio en las estructuras de los sistemas bancarios nacionales. Como mencioné, la estructura se ha separado de la idea del financiamiento del desarrollo. Si vemos lo publicado, encontraremos que existe una diferencia entre un sistema antiguo y el sistema basado en el mercado. El hecho es que muchos países comenzaron con lo que nosotros denominamos un sistema basado en los bancos (Estados Unidos de América, el Reino Unido, Alemania y Japón y, de hecho, la mayoría de los países asiáticos recientemente industrializados). Latinoamérica ha seguido los pasos de la Europa continental en el desarrollo de sistemas financieros basados en la banca. Ahora, si vemos los sistemas financieros basados en el mercado, la pregunta que se plantea es: ¿Qué quiere decir un sistema financiero basado en el mercado? Generalmente se ha simplificado para definir que el sistema financiero se caracteriza, no únicamente por los bancos sino también por los mercados de capital. Esto existe aquí en Guatemala. Los prestamistas o prestatarios pueden entrar directamente al mercado financiero y no a través de los bancos. Esta diferencia entre un sistema financiero basado en la banca y en los mercados, es una simplificación que no es muy útil para un mejor entendimiento de los procesos de desarrollo. Por ejemplo: los Estados Unidos de América y su sistema; si estudiamos el mercado de capital en los Estados Unidos, veremos que dicho mercado, especialmente en la Bolsa de Nueva York, se basa en un sistema de especialistas, que son los agentes que determinan los precios a nivel del mercado. Este sistema de especialistas funciona basado en la existencia de un mercado de dinero, y los bancos se convierten en los principales prestamistas para este mercado. Por lo tanto, los especialistas determinan los precios, y lo que ellos consideran ser un precio justo. El sistema norteamericano se basa en el mercado y ya no en los bancos, porque los bancos ya no entregan el financiamiento directamente a las compañías privadas, pero las compañías privadas que buscan capitales no podrían hacerlo tan eficientemente si los bancos no estuvieran entregando lo que se denomina préstamos bancarios, los cuales permiten que el mercado siga funcionando a nivel del mercado de capitales. En este caso, el problema que enfrentamos actualmente es la for-

ma en la que los bancos se integran con los mercados de capital.

El segundo aspecto importante es que las diferencias entre los sistemas basados en la banca y en los mercados generalmente tienen que ver, primariamente, con la regulación bancaria. El sistema bancario en los Estados Unidos de América, a partir de los años 30, utilizó lo que denominamos un sistema segmentado, porque la regulación bancaria después de 1930 no permitía que los bancos comerciales pudieran negociar con los bienes de capital. ¿Por qué? La razón fue muy sencilla: los reguladores querían proteger el sistema protegiendo los depósitos, y pensaron que la forma más sencilla era limitar a los bancos que tomaban dichos depósitos y evitar que los invirtieran en destinos demasiado riesgosos. Entonces, el sistema norteamericano —a partir de los 30— es un sistema en donde los bancos no tienen que ver con los mercados de capital y exigieron que los mercados de capital fueran un suplemento para financiar el desarrollo, lo que produjo las regulaciones. Por ejemplo, para los bancos comerciales, en lo que respecta a los bienes de capital, y luego en el proceso de financiamiento, se determinaron otras instituciones financieras para que se hicieran cargo de esas tareas. Estas otras instituciones fueron los bancos de inversión, y la idea en aquel entonces —en Estados Unidos de América— se basa más en los mercados por medio de esta regulación bancaria.

Por otra parte, Alemania tiene un sistema que se denomina “la banca universal”. Supuestamente es un sistema que no se basa en el mercado, ya que los bancos alemanes pueden hacer todo lo que quieran: tomar depósitos, invertir a corto plazo, a largo plazo en el capital de compañías. El sistema alemán no es un sistema basado en el mercado, pero sí tiene una reglamentación que determina que los bancos universales dividan las hojas de balances en dos partes; una parte es el equivalente de un banco comercial norteamericano; es decir, con depósitos y transacciones de ahorro, y limita las inversiones a corto plazo para cubrir esos depósitos; y luego la segunda parte de la hoja de balance es a largo plazo, a través de un calce entre el pasivo y el activo. Básicamente, en el sistema alemán, dentro del banco universal se tienen dos bancos: uno sería el equivalente del banco comercial norteamericano, reglamentado como en las leyes norteamericanas; y luego se tiene el otro banco, que se comporta como un banco de inversión el cual se enfoca primariamente a los mercados de capital. Los bancos alemanes tienen la capacidad de suscribir y de

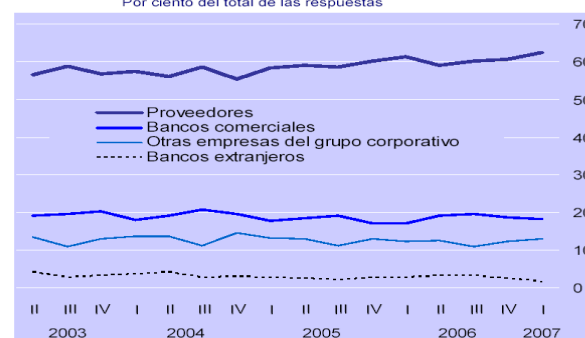
participar en actividades de la bolsa, por lo que sería difícil afirmar que el sistema alemán no se basa en el mercado. De hecho, los bancos universales alemanes dependen de los mercados de capital para poder trabajar. Entre lo que se denomina “sistema basado en el mercado” y uno “basado en la banca”, existe muy poca diferencia, aparte de las diferencias de regulación y de la forma en la que los bancos se integran con los mercados de capital. Éste es uno de los aspectos medulares que quisiera recalcar posteriormente, cuando hablemos de las diferencias entre el sistema norteamericano y latinoamericano. En el sistema norteamericano actual, la Ley Glass Steagall tenía una sección denominada número 20, la cual limitaba a los bancos comerciales en sus negociaciones con las compañías de mercados de capital, y principalmente en la suscripción de bonos y capitales empresariales, lo cual prevenía que los bancos trabajaran directamente en los mercados de capital. Por lo tanto, los ingresos de los bancos norteamericanos cayeron drásticamente y la Reserva Federal permitió la exención número 20, permitiendo a los bancos poseer subsidiarias para generar hasta el 5% de sus créditos netos, lo que aumentó a 10% y luego a 25% en 1997. Al mismo tiempo, este mismo tipo de actividad estaba ocurriendo con bancos no comerciales o entidades de este tipo, en donde estas instituciones participaban en lo que se denominaba adquisiciones bancarias no bancarias, aunque así parezca contradictorio. Los bancos comerciales aumentaron su actividad de mercado de capital y los bancos de inversión también incrementaron sus actividades, pero después ya no se pudo diferenciar entre ambos. Como resultado, en 1999 el Congreso aprobó una ley de reforma bancaria (Gramm-Leach Bliley) que produjo un cambio en el sistema norteamericano. De acuerdo con información procedente de una publicación reciente del Presidente de la Reserva Federal, los prestamistas no bancarios están aumentando en importancia en muchos mercados de crédito y hay muy pocos prestatarios que se limitan a los bancos como recurso de crédito, ya que ellos pueden financiar sus préstamos prestando de mercados de capital o a través de préstamos en lo que se llaman entidades titularizantes. Básicamente ocurre que la mayor proporción de la creación del crédito ahora ya no sucede a través de los bancos, sino por medio de entidades no bancarias. La importancia de esto es que explica por qué los bancos de Estados Unidos de América no se pueden mezclar; y es porque se han convertido básicamente en arregladores u originadores, es decir: son los agentes o generadores que crean los activos; y estos bienes financieros pueden utili-

zarse para crear lo que antes se denominaba la sección 20, los subsidiarios; pero ahora tienen propósitos específicos y utilizan estos instrumentos financieros para liberar activos que luego se venden en los mercados de capital. Los bancos no tienen que poseer estos activos en sus hojas de balances y por lo tanto no tienen ningún riesgo asociado con estos préstamos y los ingresos principales proceden de los pagos de “originación” u otro tipo de comisiones. Entonces, la banca en los Estados Unidos de América se ha convertido en un negocio sin riesgos transfiriendo los riesgos de los activos a los que los poseen en el mercado de capital, los cuales son generalmente instituciones financieras, como ya lo mencioné, fondos de jubilación y, en aumento, el público en general.

Ahora, si vemos las condiciones en Latinoamérica, veremos que las mismas características se están presentando. El crédito bancario como parte del PIB continúa siendo muy bajo en comparación con las economías industriales; la parte del crédito que se dedica al sector privado es muy baja y, finalmente, el préstamo de capitales tiende a ser muy limitado o de vencimiento muy corto. Entonces, si los bancos no prestan: ¿de dónde es que las compañías obtienen los créditos? En el caso de México, los obtienen de otras compañías, ya sea de créditos a través de entidades crediticias, que constituyen más del 60% del financiamiento para las compañías mexicanas. Ahora, si vemos el financiamiento de los bancos, es sólo el 20%, y lo interesante es que sigue siendo muy estable, incluso extremadamente estable en el período que estamos viendo en la gráfica 1, del 2003 al 2007. Las compañías que utilizan estos créditos bancarios, en el caso de México, son el 10% en los últimos 4 años.

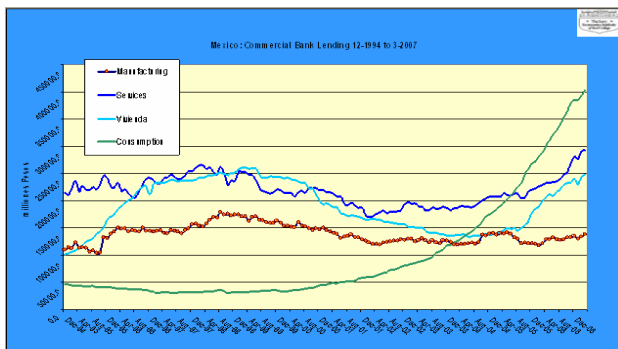
¿Es esto un caso de compañías pequeñas y medianas que se han excluido de los créditos bancarios?, porque esto es

Gráfica 1 Fuentes de Financiamiento a las Empresas
Por ciento del total de las respuestas



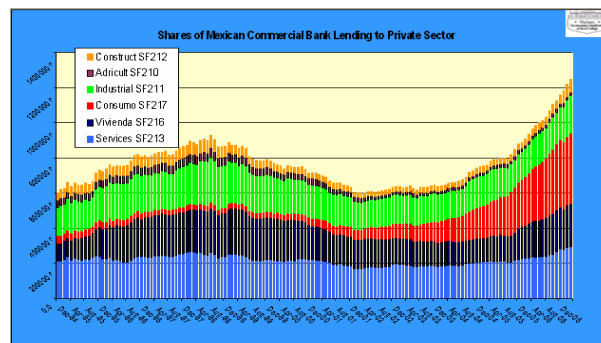
uno de los aspectos más importantes que estamos estudiando y, de hecho, resulta que no es el caso. Las compañías muy grandes cayeron dramáticamente en un período de tiempo y los créditos bancarios, según el tamaño de la compañía, son muy estables en el transcurso de los años. Esto nos da un ejemplo de lo que un país puede tener; es decir: en cuanto a que los bancos ya no están entregando el apoyo que esperaríamos en el proceso de financiamiento de las inversiones en el sector privado; y si no están entregando créditos a las compañías: ¿a quién se lo están dando? Básicamente se entrega para consumo, con las tarjetas de crédito, para automóviles. En el caso de México, como muestra la línea (la última de abajo) de la gráfica 2, en 1995 el crédito al sector de consumo es extremadamente bajo y comienza a aumentar en 2002, y luego se acelera terriblemente hasta el inicio del 2007. Por otra parte, en relación a la manufactura, después del Efecto Tequila, el crédito ha sido muy estable. Al mismo tiempo, si vemos al sector de vivienda, (bienes raíces) en los últimos 3 ó 4 años, ha aumentado.

Gráfica 2



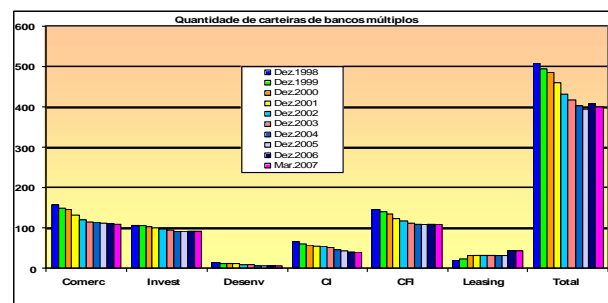
En cuanto a la participación de la banca comercial en el sector privado, vemos en la gráfica 3 la participación del café hacia arriba y hay una caída en la participación de la cartera bancaria en lo que respecta al crédito entregado al sector privado en el sector industrial, específicamente. Por abajo del área verde, está lo rojo (cuarta franja de arriba hacia abajo) que es el crédito para el consumo, y si toman esta diferencia entre ambos verán que el consumo ha aumentado, incluso más rápidamente que la caída del préstamo al sector industrial.

Gráfica 3



La gráfica 4 presenta información de Brasil acerca de los préstamos para inversión comercial, y lo más importante aquí es el crédito para financiar inversiones, que se muestran en la segunda serie de líneas en 2007. Nuevamente vemos una caída dramática en el crédito a la inversión, mientras lo que ha aumentado es el crédito para el consumo. Algo interesante de Brasil es que la magnitud total de la cartera de préstamos bancarios ha caído realmente en el período que estamos estudiando en la gráfica.

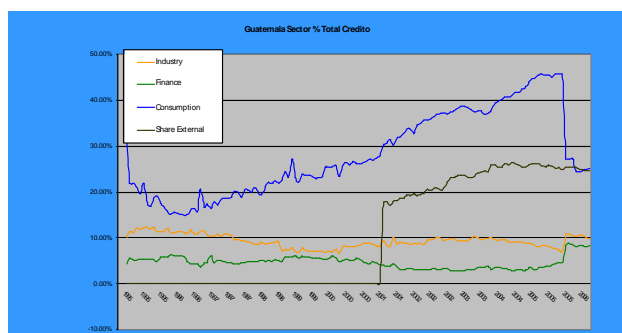
Gráfica 4



Finalmente, la gráfica 5 muestra cifras de Guatemala sobre la participación de diferentes sectores en el crédito total otorgado por la banca. La industria, línea café (tercera línea de arriba hacia abajo), se mantiene 20% de toda la cartera bancaria en todo el período. Algo sucedió claramente en 2005, porque hubo un rompimiento total y alguien que conozca mejor la situación me podrá decir si hubo algún cambio específico en Guatemala; yo no sé si es simplemente en la forma en la que se tomaban estos datos o si a nivel de país sucedió algo. Finalmente, lo interesante de la línea negra (primera de abajo hacia arriba) es la participación externa; es decir, que hubo una crisis en el 2001 que la aumentó terriblemente y ahora de hecho está a un nivel

equivalente al nivel del crédito para el consumo. Eso se parece a lo que sucedió en muchos países, especialmente en México, donde aumentó en la participación de los bancos extranjeros a nivel del sector bancario nacional. Éstas son cifras que hemos notado en los 80 y 90 en muchos países y es un aumento terrible en el financiamiento de las actividades nacionales con fuentes extranjeras y son fuentes potenciales de inestabilidad económica.

Gráfica 5



Los bancos en Latinoamérica no están prestando para financiar al sector empresarial y, sin embargo, se han cambiado al crédito para el consumo; y si los bancos en Latinoamérica son similares a los norteamericanos y los bancos en Norteamérica, como ya lo mencioné, cambiaron su forma de manejar sus hojas de balance, entonces tenemos que plantear la pregunta: ¿Por qué los bancos latinoamericanos tienen un rédito tan elevado? En lo que respecta al coeficiente de solvencia (tabla 1) en los réditos en los capitales, veremos que en los Estados Unidos de América tradicionalmente llega al 10%. De países escogidos en Latinoamérica, verán que México en 2006 tiene un rédito sobre capital de 3.1%, Colombia 3%, Chile, Brasil, Argentina, bueno saben que Argentina tuvo una crisis bancaria terrible y el sistema bancario logró ganarle al sistema de los Estados Unidos de América.

Tabla 1

<u>Bank Return on Assets</u> (In percent)						
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Argentina	0.0	-8.9	-3.0	-0.5	0.9	1.7
Brazil	-0.1	1.9	1.5	1.8	2.1	2.3
Chile	1.3	1.1	1.3	1.2	1.3	1.3
Colombia	0.1	1.1	1.9	2.8	2.8	3.0
Mexico	0.8	-1.1	1.7	1.5	2.4	3.1
France	0.5	0.5	0.4	0.5	0.6	...==r
Germany	0.2.	0.1.	-0.1	0.1	0.3	0.5
Switzerland	0.5	0.3	0.5	0.7	0.7	...==
United Kingdom	0.5 .	0.4	0.6.	0.7.	0.8	==
United States	1.1	1.3	1.4	1.3	1.3	1.3

En cuanto al ingreso sobre los activos (tabla 1), en esto Estados Unidos, si llega al 1%, le va muy bien. El sistema norteamericano tiene un rédito sobre sus activos de 1.3%; Argentina, de 1.7%; Brasil, 2.3%; Chile, 1.3%; Colombia, 3.0%; México, 3.1%. En el sistema continental: Alemania, 0.5%; Suiza, 0.7% (debería de ser uno de los más eficientes); Reino Unido, 0.8% (es mucho más bajo que los Estados Unidos de América). Éstas son cifras paradójicas (tabla 2) y podrían sugerir que, por alguna razón u otra, los bancos latinoamericanos han tenido un rendimiento mucho mejor en comparación con los de los Estados Unidos.

Tabla 2

<u>Bank Return on Equity</u> (In percent)						
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Argentina	-0.2	-59.2	-22.7	-3.8	7.2	14.0
Brazil	-1.2	21.8	17.0	18.8	22.8	24.5
Chile	17.7	14.4	16.7	16.7	17.9	18.4
Colombia	1.1	9.6	16.9	23.2	22.5	25.9
Mexico	8.6	-10.4	14.2	13.0	19.5	25.0
France	9.6	9.1	8.5	10.6	11.9	...==
Germany	4.6	2.9	-1.5	1.9	9.0	...==
Switzerland	8.3	5.1	9.5	13.0	14.3	...==
United Kingdom	7.7	6.1	8.6	10.9	11.8	...==
United States	13.0	14.1	15.0	13.2	12.7	12.8

Ahora pasemos finalmente al coeficiente de solvencia: en el sistema norteamericano dicho coeficiente (tabla 3) es de 12% a 13% y la razón básica de ello es que hubo incentivos que se incluyeron en la Ley de Reforma Bancaria y una clasificación, en lo que llamamos los bancos altamente capitalizados y se tiene cifras determinadas del 12%. Ahora, el requisito de Basilea I es de 0.4% a 10%; entonces el sistema norteamericano está funcionando por arriba de lo que uno consideraba el mínimo, según los coeficientes de Basilea I. Si vemos los sistemas bancarios latinoamericanos, veremos que el coeficiente de solvencia es al menos equivalente al que percibimos en Estados Unidos de América. México es una anomalía en este sentido con 15%, pero en general los resultados en términos de créditos no se pueden explicar por el hecho que los bancos latinoamericanos tienen carteras que son excesivamente riesgosas o que no estén cubriendo sus riesgos de una forma apropiada.

Tabla 3

<i>Bank Regulatory Capital to Risk -Weighted Assets</i>	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Brazil	14.8	16.6	18.9	17.3	17.4	17.4
Chile	12.7	14.0	14.1	13.6	13.0	12.7
Colombia	13.0	12.6	13.1	13.8	13.5	13.0
Mexico	13.9	15.5	14.2	14.1	14.3	15.2
France	12.1	11.5	11.9	11.5	11.4	11.4
Germany	12.0	12.7	13.4	13.2	12.2	12.2
Switzerland	12.4	12.6	12.4	12.6	12.4	12.7
United Kingdom	13.2	13.1	13.0	12.7	12.8	12.8
United States	12.9	13.0	13.0	13.2	13.0	13.1

Si los bancos están rehusando dar crédito al sector empresarial, especialmente a la industria manufacturera, es porque estos préstamos son más riesgosos y tienen esos altos réditos porque tienen muchos riesgos que correr. Entre los bancos norteamericanos y latinoamericanos, digamos que ninguno parece ser muy adecuado para financiar el desarrollo, ninguno parece hacer un trabajo razonable de financiamiento a la industria privada o a la manufactura privada. Una de las diferencias fundamentales es que, en los Estados Unidos de América, los bancos han descargado esta función en las subsidiarias de los mercados de capital; es decir, los bancos no bancarios o a las subsidiarias de los bancos, particularmente las de agencias vehiculares que son las que le están dando los préstamos al público. Si vemos la participación de estos préstamos en los Estados Unidos, se ha favorecido mucho más el consumo y los bienes raíces y en América Latina también ha favorecido el consumo y los bienes raíces. La crisis actual en los Estados Unidos de América por el mercado de bienes raíces existe particularmente porque los bancos en los Estados Unidos, con el fin de generar rentabilidad, tienen que generar activos financieros y generan su rentabilidad a través de cobros y comisiones. Los negocios ya no están interesados en tomar préstamos de los bancos y entonces éstos tienen que encontrar a otras personas que tengan interés en tomar sus préstamos. Con este objetivo, han empezado a darle préstamos a sectores de la población que antes no tenían acceso al sistema. El mercado que está por debajo de la prima son prestatarios que no tienen las calificaciones como prestatarios que cumplan las normas necesarias que normalmente permiten tener acceso a los préstamos. En un mercado que está por debajo de la prima, hemos creado a las “Tortugas Ninja” (las Tortugas Ninja eran unos muñecos muy populares; se escribe N I N J A). Ahora decimos que los préstamos que están por debajo de la prima son “Ninja” porque los prestatarios no tienen tra-

bajo, no tienen ingreso y no tienen activos. La razón por la que los bancos hacen eso es porque al generar este tipo de préstamos, los pueden empaquetar, pueden cobrar las comisiones y las cuotas y después los pueden vender en los mercados de capital. Cambian el riesgo de su propio balance general, ya sea a las instituciones o eventualmente a los compradores del sector privado que están tomando estos préstamos. Una de las razones en los Estados Unidos de América para la reducción de la financiación de la industria es el cambio en la forma en la que los bancos generan sus utilidades, ya no por los márgenes o por los activos que tienen en su balance general, sino por medio de cuotas y comisiones, dando lugar a este proceso de reducción de activos en los balances generales de los bancos.

Por otra parte, si examinamos América Latina, descubrimos que las carteras de los bancos —después de la crisis de la deuda de los 80— predominantemente se han dado en las deudas del Gobierno. La deuda del Gobierno se incrementó de manera dramática en las carteras bancarias por dos razones fundamentales en el período posterior a la crisis de la deuda, y ambas razones tienen que ver con las políticas de ajuste estructural que surgieron para poder salir de la crisis de la deuda. La primera de éstas buscó reducir agudamente la actividad del Gobierno en el sector privado y, por consiguiente, reducir los déficit fiscales del Gobierno, por medio de la privatización de las empresas estatales, con dos objetivos: 1) incrementar la eficiencia de estas empresas; y 2) reducir los déficit del Gobierno que se creaban por financiar estas empresas estatales que no estaban teniendo utilidades. En segundo lugar, la mayoría de los programas de ajuste tenían objetivos muy claros en lo que se refiere a tasas de crecimiento monetario. Si un Gobierno está intentando cumplir o permitir que el banco central pueda cumplir con sus objetivos de crecimiento monetario, es necesario estabilizar el déficit del Gobierno y esto se hace, fundamentalmente, asegurando que el público se excluya del mercado y que el sector privado se convierta en el principal comprador, a manera de que los efectos de los ajustes tienen un impacto en las deudas del Gobierno en los balances generales, y los bancos se conviertan en los compradores residuales de las deudas de los Gobiernos. Al mismo tiempo, la contracción del crecimiento monetario y la intención de imponer restricciones permitió que los bancos encontraran rentabilidades fáciles con sólo retener la deuda del Gobierno en su cartera, en vez de dar préstamos al sector privado. Ésta es una paradoja muy importante porque una de las razones principa-

les de estos programas de ajuste estructural era reducir la cantidad de intervención de los Gobiernos. Sin embargo, por el déficit de los Gobiernos, éstos sólo incrementaron la cantidad de deuda de los Gobiernos en las carteras de los bancos; lo que, a su vez, incrementó la rentabilidad de los bancos sustancialmente y ya no fue atractivo que los bancos participaran en dar préstamos al sector privado. El caso de Brasil es un ejemplo: está en una etapa en la que el banco central y el Gobierno estaban dándole al sistema financiero activos del Gobierno que estaban indexados contra la tasa de cambio, contra la tasa de interés de venta o indexados contra la tasa de inflación interna. Esto quiere decir que los bancos brasileños pudieron retener la deuda del Gobierno a riesgo cero externamente, en caso de que fuera deuda denominada en otras monedas, a una tasa de interés que en términos reales era de 12% a 20%. Si usted es un banco y el Gobierno le ofrece una tasa de rendimiento de 20%, no sería sensato utilizar su cartera en invertirla en el sector privado, donde los rendimientos son mucho más bajos, y donde en este período de tiempo los rendimientos para las mejores compañías brasileñas era más o menos del 12%. Una de las explicaciones que podemos encontrar es el impacto paradójico que los programas de ajuste estructural han tenido en la conducta de los bancos en América Latina.

El segundo aspecto trata de la ejecución en la mayoría de los bancos de América Latina de las exigencias de adecuación de capital de Basilea, cuestión que no se vio cuando los requisitos se establecieron. La idea era inicialmente que éstos serían requisitos que se aplicarían a bancos grandes, activos en la esfera internacional. Sin embargo, la introducción de relaciones de coeficientes, dándoles trato preferencial por tener las deudas de los Gobiernos en los bancos, estableció su uso. El tercer aspecto —y va a ser la última explicación que les dé— es el incremento tan grande de participación extranjera en América Latina y en los bancos latinoamericanos. Los bancos extranjeros, cuando vienen a un país, y si éstos son países de bancos desarrollados, se han vuelto muy eficientes en cobrar cuotas y en cobrar comisiones y, en términos generales, intentarán utilizar estos mismos tipos de actividades cuando entran al mercado bancario. Hay un incremento muy grande en lo que se refiere a la participación de los bancos extranjeros, México es el caso de este ejemplo. En México si tomamos los tres bancos más grandes, los tres son de propiedad extranjera y representan aproximadamente 70% de los activos bancarios totales del país. Esto dio un ímpetu enor-

me a la diversificación cuando la diversificación salió de los activos del Gobierno para los préstamos en consumo y préstamos en bienes raíces. En última instancia, de lo que se trata es que los bancos latinoamericanos no tienen el incentivo rentable para buscar prestamistas en el sector industrial privado; su incentivo es el opuesto, de hecho, y la penetración de los bancos latinoamericanos por bancos extranjeros ha tendido a colocar una prima sobre los préstamos a los sectores de bienes raíces y consumo que ha castigado al sector industrial, lo que nos deja con algún tipo de solución a la paradoja de: “¿Por qué ni los bancos latinoamericanos, ni los de Estados Unidos de América, le dan préstamos al sector industrial privado?” La conclusión final es que mientras que esto no parece tener un impacto muy negativo en los Estados Unidos, o en los países ya desarrollados, el mercado de los préstamos sí lo tiene en América Latina, dado el mal desempeño de la inversión y los préstamos del sistema bancario.

Gracias.

Sesión de preguntas y respuestas

Juan Carlos Castañeda: Gracias, Doctor Kregel, por su presentación. Dado su diagnóstico del aporte decreciente de la banca al financiamiento del desarrollo de las empresas industriales en América Latina: ¿Hay alguna recomendación de política que se derive de dicho análisis?

Jan Kregel: La forma más sencilla de examinarlo es que los incentivos para que los bancos le den préstamos a la industria vienen particularmente de sus utilidades. Mientras los bancos puedan encontrar utilidades en otras esferas, en donde la rentabilidad sea mayor de lo que obtienen de prestarle a la industria, queda claro que no van a estar buscando darle préstamos a mercados que les representan mayor riesgo. Un asunto que no he mencionado es que parte del proceso de privatización —que se dio en América Latina— fue la privatización en la mayoría de los países de los bancos nacionales de desarrollo. El empuje de la rentabilidad para crear otras instituciones bancarias en América Latina no existe, por la forma en la que ha evolucionado el sistema. Queda claro que los bancos nacionales de desarrollo ya no tienen una función que desempeñar para brindar financiación directa de otra parte. Los bancos nacionales de desarrollo podrían de hecho desempeñar una función para crear el tipo de instituciones de mercados de capital que no son bancarios, lo que haría que la financiación directa de la industria fuera más posible. Yo sé que

hay muchas opiniones en contra de la introducción de los bancos nacionales de desarrollo, pero me permito darles un ejemplo. Cuando el Gobierno francés decidió alejarse de un sistema bancario dirigido, donde el Gobierno determinaba qué sectores recibían crédito y a qué tasas de interés, hacia un sistema fundamentado en el mercado, donde los bancos tendrían que pagar tasas de interés bancario de mercado, se dio cuenta de que esto incrementaría los riesgos que enfrentarían los bancos franceses, así que decidieron que sería útil introducir un mecanismo de protección en la forma de los mercados futuros. Cuando se estableció este sistema, todos querían protegerse contra el riesgo y el mercado tuvo muchas dificultades. El Gobierno francés decidió entonces que la única forma en la que iba a existir el mercado era si alguien más tomaba el otro lado, puesto que todo mercado necesita vendedores y compradores, así que si alguien está vendiendo riesgo, alguien tiene que comprar riesgo. Por lo tanto, el Gobierno intervino con los bancos estatales y animó a los bancos estatales a convertirse en compradores de riesgo y, por consiguiente, cuando el mercado de futuros y opciones se convirtió en autosuficiente —ya que empezó a generar tanto el lado de la venta como de la compra— los bancos nacionales de desarrollo pudieron desempeñar una función muy similar para crear el tipo de instituciones de mercados de capital que de hecho son ahora las que proporcionan a la mayor parte de la financiación en los mercados desarrollados.

Juan Carlos Castañeda: Esta pregunta dice: ¿Es el desarrollo de los fondos de pensiones una forma de desarrollar el mercado de valores y, consiguientemente, de mejorar el financiamiento del sector productivo en América Latina?

Jan Kregel: La creación de fondos de pensiones de hecho se justificó y fue apoyada por las instituciones financieras multilaterales para desarrollar los mercados de capital. Desafortunadamente, si uno examina la mayoría de los fondos de pensiones, al menos en sus etapas iniciales, y esto es particularmente cierto, tanto en México como en Chile, éstas se limitaron a los activos internos y en general estaban limitadas a los activos del Gobierno. De hecho que los fondos de pensiones son el tipo de financiamiento que podría estar disponible para el sector industrial privado, y eso no apareció en los balances generales de los fondos de pensión. Ha habido un cambio, tanto en Chile como en México, para eliminar esas restricciones y poder dar mayor posibilidad a los fondos de pensiones, pero lo que vimos al principio es que esto trajo un incremento en

la posibilidad de que los fondos de pensiones representaran una diversificación de las carteras de las inversiones extranjeras, pero se ha dado una diversificación que ha sido extranjera y no interna.

Juan Carlos Castañeda: Con relación a los Acuerdos de Basilea, en particular Basilea II: ¿La implementación de tales acuerdos, en países de América Latina, tendría un efecto positivo o negativo en el financiamiento que se canaliza a través de los bancos hacia el sector productivo?

Jan Kregel: Basilea II es un tema muy complejo. De momento estoy a cargo de un proyecto de la Fundación Ford, donde estamos tratando de evaluar el posible impacto de Basilea II en la financiación para el desarrollo en América Latina. El primer problema es que si examinamos la diferencia entre Basilea I y Basilea II, Basilea I inicialmente se estableció para proporcionar un campo de juego parejo para los bancos que trabajan en la esfera internacional. En el periodo que funcionó Basilea II, éste fue el período de tiempo en el que todos pensaron que los bancos japoneses iban a superar el mercado de dólares en Europa y los mercados financieros principales, particularmente porque los bancos japoneses tenían los coeficientes bancarios de capital muy bajos y al establecer una norma uniforme, todos los bancos se supondría que podrían competir con las mismas reglas del juego. Por lo tanto, suponía que esto iba a traer consigo una mejora en la situación de los mercados financieros internacionales. Basilea II es algo que se ha alejado de la idea de establecer nuevas normas y se centró fundamentalmente en el riesgo, debido a las grandes diferencias que existen en la mayoría de tipos de bancos, causando que Basilea II sacrifique la uniformidad a favor de la diferenciación. Entonces, de acuerdo con Basilea II, ahora los bancos tienen muchas formas en las que pueden elegir proporcionarse su cobertura de riesgo, su protección del riesgo. Esto representa un costo para el banco, si el banco escoge utilizar el enfoque RIB, esto querría decir que el banco tendría gastos significativos, no sólo en lo que se refiere a sistemas técnicos, sino de pericia también. Esto crea una desigualdad en lo que se refiere a la competencia; es decir, los bancos muy grandes desarrollados, que operan en todo el mundo, ya tienen estos sistemas establecidos, así que sus costos van a ser relativamente bajos. Por otra parte para los bancos que no los tienen establecidos, los pone en una desventaja de competencia si eligen introducir este tipo de sistema. Es muy interesante que Estados Unidos de América ha elegido una

variante para su sistema financiero porque está muy preocupado de que los bancos más pequeños en los Estados Unidos, particularmente algunos de los bancos regionales, se colocarán en una posición de desventaja competitiva. Este es el primer punto. El segundo punto es que si examinamos las estimaciones que se han hecho del impacto, o los ejercicios que se han hecho para establecer qué va a pasar cuando se establezca Basilea II y sus requisitos, los resultados iniciales son que los bancos más grandes verán una reducción en la cantidad de capital que tienen que mantener contra sus carteras, de forma que los bancos grandes de hecho estarán en una ventaja con respecto a los bancos más pequeños. Esto nuevamente crea el problema de la desigualdad, pero también crea un problema de reglamentos, porque como he mencionado, en América Latina —aparte del caso de Brasil, que todavía tiene más o menos un sistema bancario brasileño o el caso de México donde 6 de 10 bancos son de propiedad extranjera— se vuelve una cuestión de cómo los reguladores de la banca nacional van a darle el tratamiento en su propio país a los bancos que son de propiedad de bancos extranjeros y esto sugiere que los reguladores de la banca interna tendrán mucha menos influencia en el funcionamiento de los bancos que están trabajando dentro de sus fronteras, ya que estos bancos se van a ver sujetos a las exigencias de Basilea II, que están impuestas sobre las matrices de los bancos. Estas dos cuestiones sugieren que los bancos en América Latina, que tienen la tendencia a ser bancos más pequeños, o porque otros bancos latinoamericanos son propiedad de bancos extranjeros, que aquellos estarían en una desventaja competitiva. Finalmente, muchas personas han argumentado que porque Basilea II incrementa la intensidad de la evaluación de riesgo en el desempeño del banco, la misma va a tener la tendencia de repetir, incrementar la reciprocidad del trato de los bancos. En otras palabras, los bancos van a reducir sus préstamos si tienen muchos préstamos morosos y Basilea II parece reforzar esta propuesta. No creo que esto sea tan importante, porque si nosotros examinamos las cifras de los préstamos de los bancos, éstos ya no le están dando préstamos al sector empresarial privado, entonces el hecho de que se vuelva más pro cíclico no es tanto el problema. La dificultad del problema es que mientras haya un riesgo, una ponderación de riesgo en darle más préstamos al sector público y no al sector privado, el sistema automáticamente va a reforzar la tendencia que ya hemos visto de los bancos de alejarse de prestarle al sector privado.

Juan Carlos Castañeda: Su conferencia despertó mucho interés y tengo bastantes preguntas; voy a resumir varias que están interesadas en la participación de la banca extranjera en América Latina: ¿Cuál es el interés de los bancos extranjeros en invertir en América Latina: es principalmente por el proceso de globalización o tiene que ver particularmente con los altos márgenes de retorno que usted mostró en su conferencia? La segunda: ¿Cuál es su evaluación del aporte de la banca extranjera al financiamiento del desarrollo en América Latina; si hay un aporte positivo o no?, dado que usted indicaba que principalmente los recursos esa banca los canaliza hacia el financiamiento de consumo y de bienes raíces.

Jan Kregel: Inicialmente la idea de la financiación externa decía que el capital se iría de los países desarrollados a países en desarrollo y que los rendimientos en los países desarrollados son bajos porque la intensidad de capital es elevada; el perfil de la población da lugar a mayores ahorros y, por consiguiente, sería sensato trasladar fondos de capital de los países desarrollados a los países en desarrollo. Sin embargo, desde los años 50 de hecho (aparte de dos espacios de tiempo muy cortos: uno en los 70 y otro en los 90), los flujos netos de recursos financieros no han sido de los países desarrollados a los países en vías de desarrollo, sino lo opuesto. Este resultado nos desanima un poco porque la justificación habría sido para las políticas de desarrollo de la ONU y la idea era la primera. El segundo argumento era que realmente no nos interesa la transferencia de recursos financieros, sino debería de interesarnos la transferencia de instituciones de servicios financieros. La postura del Gobierno de los Estados Unidos de América, en los 90, no estaba a favor de abrir mercados de capital, sino al derecho de establecer servicios financieros en todo el mundo. Por consiguiente, el argumento era que esto iba a reforzar la estabilidad de los sistemas financieros de los países en vías de desarrollo y que los bancos desarrollados estaban más capitalizados y, por consiguiente, podrían sostener de mejor manera una crisis y que tendrían mejores procedimientos de manejo, y enderezar el sistema financiero interno. Durante los últimos cinco años, ha habido un creciente interés en este tema en particular, y lo que la mayoría de los estudios académicos ha demostrado es que 1) las instituciones de servicios financieros extranjeros ven la capitalización de sus subsidiarias como capitalizadas en forma interna, de forma tal que no hay una externalidad en tener un banco extranjero muy rico operando en su banco porque no

están adaptados a utilizar el banco de la casa matriz para sacar de problemas a la subsidiaria; 2) las adquisiciones en general no han sido adquisiciones de bancos que hayan estado desempeñándose mal, sino más bien ha sido la adquisición de bancos que son los que mejor se han desempeñado. Entonces, la primera parte de su pregunta es si el interés se da por la tasa elevada de rendimiento; la respuesta es sí. En el desempeño de los bancos en Latinoamérica, las adquisiciones se han dado en los bancos con mejor desempeño.

En cuanto al impacto, si examinamos la conducta de los balances generales de los bancos que han sido adquiridos por bancos extranjeros, encontramos que en general hay muy poco cambio en la composición de los balances generales. En otras palabras, si los bancos internos locales tienen mucha participación de activos del Gobierno, esta participación de los activos del Gobierno sigue siendo alta. Cuando hay cambios en los balances generales, como ya he sugerido, los cambios en los balances generales tienden a darse hacia esas actividades donde los bancos desarrollados están explotando esos mercados internos; es decir, préstamos para los bienes raíces, para consumo y la financiación de la compra de vehículos. La razón para esto es probablemente que 1) los bancos extranjeros tienen una ventaja técnica en lo que se refiere al desarrollo de este tipo de mercados. Tomemos el ejemplo del mercado que da préstamos a una tasa que está por debajo de la prima, éste se desarrolló porque los bancos pudieron discriminar

de forma efectiva entre los prestatarios que iban a pagar tasas de interés por debajo de la prima. Ellos pudieron determinar quiénes, entre los prestatarios que no tienen ingresos, podían pagar. Esta es pericia técnica que si nos volvemos a la explicación original del porqué las compañías se amplían porque hay inversión extranjera directa. Una de las explicaciones de las compañías que emprenden o que toman inversión extranjera es que tienen pericia que ellos pueden aprovechar en el país receptor. Entonces, si examinamos el asunto desde esta perspectiva, los países o bancos desarrollados tienen pericia que pueden utilizar en los mercados y en los bancos que ellos adquieren en los países en vías de desarrollo. Por lo tanto, no es sorprendente que de hecho tengan la tendencia a recalcar esos mercados, puesto que los bancos en los Estados Unidos de América, como ya hemos dicho, hace mucho tiempo fueron los financiadores principales de los negocios, particularmente por el desarrollo del crédito financiero, para los créditos de corto plazo y el mercado de titularización en los Estados Unidos. Estos bancos ya no tienen un gran incentivo de desarrollarse, ya no tienen una ventaja técnica en el desarrollo de ese tipo de mercado, entonces una de las explicaciones que yo estaba intentado darles es que el hecho de que los bancos extranjeros tienen una presencia creciente en Latinoamérica probablemente no va a dar un cambio en la reducción de la financiación al sector industrial o sector privado que hemos empezado a observar desde los años 80.



El papel del sector financiero en el crecimiento económico y desarrollo*

John Nugée

Luis Felipe Granados:** *Rodrigo de Rato, Director Ejecutivo del Fondo Monetario Internacional, Jean-Claude Trichet y Anthony Ryan, Secretario Asistente del Departamento del Tesoro de los Estados Unidos de América, en una reunión del Club Económico de Toronto, Canadá, celebrada el 19 de junio, señalaban que si los bancos son sólidos y están bien capitalizados pueden ser un engranaje más fuerte para el crecimiento económico. Para el mismo efecto, se puede mejorar la competencia, fortalecer la inversión y las fusiones, así como actualizar la regulación financiera. El crecimiento y dinamismo de los mercados de capital han contribuido a la prosperidad en los últimos años, y otros señalaban que la diversificación y la calidad de las instituciones financieras son determinantes que facilitan el crecimiento económico. Respetables asistentes, para continuar con el XVI Ciclo de Jornadas Económicas del Banco de Guatemala, es para mí un privilegio y placer presentar a John Nugée: Director Gerente de State Street Global Advisors (SSgA) y Jefe del Grupo de Instituciones Oficiales de State Street. Dentro de las responsabilidades del Director Nugée en SSgA, se incluye asesorar a bancos centrales y del sector público en la administración de activos, ser instructor de mercados y asesorar en temas relacionados con las políticas de pensiones en general. El Director Nugée estudió en London School of Economics y ostenta un grado de matemáticas otorgado por Cambrid-*

ge University. Es profesor visitante del Centro de Estudios de Banca Central del Banco de Inglaterra. Ex Director Ejecutivo de Hong Kong Monetary Authority, a cargo de la administración de reservas, ex Gerente del Banco de Inglaterra y ex Director del Banco Europeo de Inversión y del Fondo Europeo de Inversión. Ha publicado artículos y libros en temas de administración de reservas para bancos centrales; rediseño de regulación de pensiones y otros productos financieros; sistemas de riesgo en administración de reservas de bancos centrales; sobre buen gobierno corporativo en los bancos centrales.

Estimado moderador, damas y caballeros, gracias por la bienvenida. El sector financiero es moderno y eficiente el cual contribuye al crecimiento y desarrollo económico. La importancia de una institución financiera, su buen funcionamiento, su papel para promover y permitir la acumulación de capital, y el desarrollo económico se ha comprendido desde el siglo XIX; incluso, si uno se limita a los últimos 50 años, la bibliografía económica respecto al tema es abundante. Al hacer investigaciones para esta conferencia pude encontrar bibliografía abundante.

La primera parte de la conferencia enfocará los puntos de referencia del sector financiero en la historia, antes de pasar a examinar concretamente el papel del sector financiero moderno; es decir: el motor para la sociedad moderna. Uno de los pensamientos que surgirá a partir de este análisis es que si bien el sector moderno eficiente es una condición necesaria para una prosperidad económica amplia, ciertamente no es muy eficiente. La segunda par-

* Título original en inglés: *The role of the financial sector in economic growth and development*

** Asesor II del Departamento de Análisis Bancario y Financiero del Banco de Guatemala

te explora qué otros aspectos necesita una sociedad para permitir que el sector privado pueda desarrollarse en su mayor potencial. Particularmente quiero recalcar dos estructuras, dos “instituciones sociales”, término que utilizó el Gobernador Mervin King del Banco de Inglaterra en un discurso reciente. Estas dos estructuras ni en el mejor sector privado pueden funcionar totalmente. Estos son los contratos sociales que hace la sociedad consigo misma limitando sus acciones y las reglamentaciones que establece dicha sociedad para garantizar el cumplimiento de una conducta ya aceptada. Finalmente, se profundiza un análisis del área internacional, es decir: de la economía mundial, traspasando el nivel nacional.

Ningún país que quiere crecer y ser económicamente próspero puede desarrollar todo su potencial si se aísla de la economía mundial; razón por la cual el sector internacional tiene un papel crucial en la interacción de los sistemas financieros mundiales y los nacionales. En la historia se encuentra que las finanzas y el sector financiero han existido de una u otra forma desde el principio de la historia registrada. La vida está llena de economía, por ejemplo, referente a los impuestos; como lo dijo Benjamín Franklin: “En la vida no hay nada seguro con excepción de la muerte y los impuestos”. Los impuestos en el sector financiero marcaron el inicio de nuestra historia. Ahora la importancia de la agricultura tiene un peso, especialmente para las sociedades tempranas; particularmente, el tiempo entre la siembra y la cosecha que hizo que este sector fuera el primer sector con innovaciones financieras e, incluso, había que darle préstamos. Esto ocurrió 3000 años a. de C. y muchos de estos créditos se entregaban en forma de semillas; la semilla se prestaba con la esperanza de tener un pago al momento de la cosecha. Esta actividad necesitaba de un registro y de capacidades contables, pero no podemos decir que éste fue el inicio del sector privado financiero. Sin embargo, el concepto de contratos de préstamo permite que los agentes económicos rebasen o superen las limitaciones temporales, es decir: que el utilizar un bien como las semillas, antes de que fueran cosechadas, resulta un dato interesante, y esto se estableció hace más de 5000 años.

Tiempo después aparecen registros de bancos en Egipto de la era tolemeica, a. de C., y existen conceptos o borradores de bancos en el año 50 a. de C. En este caso tenemos un sector financiero reconocible y en Egipto utilizaron esto muy bien para maximizar el potencial económico de su

país. La riqueza de Cleopatra en Egipto es un marco de referencia, incluso siglos después los escritores romanos no podían entender la razón de la riqueza de Egipto porque Roma era tan pobre y no tenía nada comparable con lo de los egipcios. Por otro lado, China comenzó a tener una función primordial: realizó tantos inventos como la imprenta, pólvora, etc. China fue la primera potencia en utilizar moneda de papel y después, en el siglo XIII, China amplió esta idea en la moneda fiduciaria, es decir: en una moneda de papel que ya no tenía valor per se, sino tenía valor porque el Gobierno lo decretó. Nuevamente, aun viendo sus invenciones, China no dio el salto hacia delante ni creó títulos/valores, por ejemplo: valores en dinero que pudieran intercambiarse entre los participantes del mercado. Todas estas sociedades fueron exitosas y prósperas, económicamente hablando. Los romanos tenían éxitos militares a pesar de sus arreglos financieros tan rudimentarios. La falta de un sector financiero formal, como el actual, no es una barrera para que una sociedad sea exitosa, ya sea militar o económicamente. El valor de todas estas sociedades lo tenía una élite, una clase rica muy pequeña y el desarrollo económico se realizó a un paso sumamente lento: de una forma u otra, la chispa de un crecimiento económico rápido en todos los niveles de sociedad fue algo que no tomaron en cuenta. El papel del sector financiero puede generar riqueza amplia, una riqueza masiva y eso es lo que deseo discutir con más detalle. No se sabe exactamente cuándo inició el primer sector moderno financiero; el proceso lento y las evoluciones ocurrieron en diferentes países y ciudades: Ámsterdam y Londres se fueron desarrollando durante los siglos XVII y XVIII. En la primera década del siglo XVIII, la mayoría de las piezas del rompecabezas ya estaban en su lugar para conformar el primer sector financiero moderno, el cual se completó en Londres.

Robert Merton, en su estudio clásico del sistema financiero, identificó cinco funciones principales de un sector financiero moderno. En primer lugar un mecanismo para consolidar o combinar los recursos financieros y así generar grandes cantidades de capital. La importancia del capital para el desarrollo económico ya se ha comprendido desde hace mucho tiempo y si los agentes económicos tenían que confiar sólo en sus recursos financieros para financiar sus actividades nunca hubieran podido hacer inversiones de capital masivas o siquiera tener compañías de éxito. Ahora un sector financiero moderno permite que haya compañías grandes o pequeñas y un pequeño número

de grandes prestatarios para poder tener esa función de impulsar la economía. Número dos, un sector moderno tiene un mecanismo para transferir los recursos económicos a través del tiempo y del espacio, permitiendo que los individuos puedan separar el patrón de vida del ingreso, que obviamente va cambiando de la edad de 20 a 60 y esto se relaciona con los egresos o los gastos. También debe poderse asignar los recursos a las industrias más productivas o a la región más productiva del país. Número tres, el sector moderno tiene un mecanismo para compartir los riesgos, lo cual permite que el inversionista individual haga múltiples inversiones en muchas empresas y que obtenga financiamiento para algunos proyectos que podrían ser muy riesgosos para un inversionista unitario, pero son aceptables cuando el riesgo se distribuye entre varias personas. La diversificación de riesgos, los seguros y las coberturas son ejemplos clásicos de este compartimiento de riesgo. Número cuatro, un sector moderno establece un mecanismo para reducir el costo de la información financiera, un sistema moderno tiene un intercambio de información muy elevado sobre el precio de los diferentes activos de un posible éxito de una compañía. El sector financiero también establece procesos y analiza estas informaciones y los vende de una forma barata a todos los participantes del mercado, lo cual es un elemento central para garantizar que la sociedad pueda canalizar sus recursos a los sistemas más útiles; y, finalmente, el sector financiero establece mecanismos de compensación y liquidación de pagos, y de reclamos financieros. El volumen de los pagos en la economía moderna es simplemente exorbitante. Un ejemplo, en los Estados Unidos únicamente el valor total de los pagos llega aproximadamente a mil trillones de dólares, es decir: 85 veces el PIB, significando que el PIB de los Estados Unidos se cambia a cada cuatro días. Nada de esto es controversial, de hecho cada país en el mundo tiene esta infraestructura establecida, al menos inicialmente y para el sector formal de la economía. Aun cuando para algunos países en desarrollo este sector es bastante limitado, en otros países es muy pequeño; y el papel del sector financiero para financiar la economía, por lo tanto, también es extremadamente limitado. Ahora se pregunta: ¿Por qué algunos sectores financieros son vibrantes y exitosos, mientras otros están estancados y hacen muy poco para el desarrollo nacional? Algunas de las características de un sector financiero exitoso podrían ser, en primer lugar, el tamaño y no únicamente el tamaño absoluto, aun cuando esto es importante porque la masa crítica sí es importante, pero es el tamaño en relación con el

tamaño de la economía nacional. Existen estudios que demuestran que los intermediarios económicos y el tamaño de los mercados de capital tienden a ser más amplios en relación con el PIB en los países más ricos, en comparación con los países pobres; sin embargo, el tamaño solamente no es el principal motor de un sector financiero exitoso. La Unión Soviética, por ejemplo, tenía un sistema de ahorro muy elevado pero esto no contribuyó de forma alguna al desarrollo de la economía soviética. Por el contrario, el factor crítico en un sector financiero eficaz no es solamente su tamaño sino también su liquidez, ya que la liquidez en los países ricos —en relación con el PIB— tiende a ser todavía una cifra más elevada y esto, en el sistema norteamericano, se puede ver muy bien. En un trabajo de Ross Levine y Sara Zervos, publicado por el Banco Mundial, los autores encuentran que la liquidez de la bolsa —calculada por las reservas en relación con el tamaño del mercado y el tamaño de la economía— es positiva y significativamente goza de una correlación con el crecimiento económico y la acumulación de capital, y con el crecimiento de la productividad; incluso después de controlar las variable económicas y políticas. También se encontró que el tamaño del mercado y la integración de la economía no son, por sí mismos, ligados al crecimiento económico. Este énfasis sobre la liquidez ilustra una de las características más importantes de un sector financiero exitoso, es decir: la capacidad de los participantes de tener acceso a sus activos cuando los necesitan. Los críticos de los sectores financieros dicen que mucho de este recambio es un fraude especulativo y que no tiene relación con la economía real. Los negociantes están comerciando consigo mismo para el beneficio exclusivo individual, pero sin este cambio y sin esta hiperactividad económica, por llamarlo así, el sector financiero no podría absorber y satisfacer las necesidades de aquéllos cuyas operaciones están relacionadas con la economía real. No se puede decir que algunas de las actividades financieras son buenas y que otras son malas, debe analizarse en conjunto, y de esta forma se genera la liquidez necesaria para las economías modernas. De forma más sencilla: si la gente no está segura de sacar su dinero de una empresa financiera cuando lo necesita, no van a querer invertir más dinero. En primer lugar, esto no quiere decir que todas las inversiones económicas deben tener un acceso y una liquidez inmediata. Ciertamente, hay inversionistas que tienen que tener un compromiso a largo plazo, aun con todas las inversiones y los mercados —que no tienen una liquidez apropiada— luchan para tener más financiamiento y los financiamien-

tos que atraigan van a ser a un precio muy alto. En lo que respecta a las cinco funciones importantes del sector financiero, quiero agregar una sexta que requiere de la confianza de los participantes que en cualquier momento su dinero está guardado y disponible. Es justamente ese elemento de confianza que se quiere profundizar. Se ve aquí una de las citas más conocidas de Adam Smith, de su libro “La riqueza de las naciones” y dice: que la actividad económica para la sociedad es generada casi en su totalidad por individuos que están actuando por propio egoísmo. El egoísmo es una fuerza muy poderosa que impulsa toda la actividad económica y este egoísmo explica muchas decisiones económicas; sin embargo, no es el motor de la actividad económica. Para tener éxito en el desarrollo económico, la sociedad debe tener algún tipo de reglas; si no, se tendría anarquía. Por ejemplo, una sociedad no puede trabajar si no existe en primer lugar confianza de que otros participantes del mercado mantengan su palabra. En la sociedad mucha gente aprende que no es bueno hacer trampas; si usted me presta dinero, no es únicamente de su interés que yo le pague, sino que también está dentro de mi interés, porque una vez que tenga una reputación de no pagar, nadie más me dará crédito en el futuro. A medida que las sociedades crecen se va perdiendo la confianza de los actores económicos porque no se sabe si una persona es de buena o mala reputación; entonces por eso se establecen contratos, derechos de autor y sistemas legales para hacer cumplir las leyes y poder resolver disputas. Estas instituciones funcionan limitando las acciones de los individuos y obligando a que todo individuo se conforme o actúe de una manera establecida, ya que estas conductas nos ayudan a tener una vida económica cotidianamente sana. En fin, la sociedad desarrolla un contrato consigo misma sobre la forma de conducir las vidas en conjunto; sin embargo, no es suficiente limitar las actividades de los individuos, también tenemos que limitar las acciones de la sociedad misma; nuestras acciones colectivas. Obviamente no se puede esperar que una persona sea honrada si la sociedad es corrupta, no podemos obligar que un individuo cumpla con la ley si las autoridades mismas la infringen; debido a que la gente se adapta a la sociedad donde vive, la sociedad tiene que acordar diferentes conductas, no únicamente para sus ciudadanos sino también para sus propias instituciones y la esfera financiera.

Todo esto lleva al deseo de que el Gobierno pueda seguir trabajando proporcionando estabilidad y continuidad; un sector financiero no puede funcionar eficazmente, ni pue-

de contribuir al bienestar de la sociedad, sin algún tipo de seguridad sobre elementos clave del ambiente económico; por ejemplo, la preservación de la propiedad, la libertad de confiscaciones, la estabilidad del nivel impositivo y el mantenimiento del valor del dinero. Todo eso ayuda a crear la confianza que necesita el público para emprender transacciones financieras y establecer compromisos financieros de largo plazo. Evidentemente va a ser necesario comprometer a las futuras generaciones porque puede haber factores externos que den lugar a cambios, independientemente de nuestra intención, no podemos abolir los cuatro caballos del Apocalipsis: la peste, la hambruna, las plagas y la muerte. Sin embargo, los Gobiernos pueden cambiar las reglas, se pueden reescribir las constituciones, se pueden imponer nuevos impuestos y —en caso las condiciones en las que funciona el sistema financiero se ven alterados— podemos arreglarlos si el tejido social es lo suficientemente fuerte y si las reglas que acordamos apoyan el mantenimiento del contrato social. La nación tendrá una infraestructura social si la autoridad tiene interés en mantener esa estabilidad, esa estructura y en promulgar las políticas necesarias para lograr el desarrollo; con ello se va a avanzar mucho en determinar el éxito de una nación. En cuanto al sector financiero, las reglas son el doble de importante por el significado de la confianza en las transacciones financieras. Por consiguiente, el sector financiero está muy bien reglamentado para fortalecer el tejido social en lo que se refiere a las actividades financieras y para asegurar que los contratos sociales se mantengan intactos, y que el crecimiento rápido que hemos visto en los últimos decenios en los reglamentos de todas las economías, se desarrolle sobre los mismos reglamentos que se han utilizado hasta el momento. El sector financiero definitivamente se beneficia de una buena supervisión a medida que goza de mayor confianza en el público y, por consiguiente, da lugar a un mayor uso de los servicios financieros ofrecidos al público. Sin embargo, la relación entre los reguladores y el sector financiero es compleja si los supervisores no son cuidadosos; el crecimiento de los reglamentos se intensificará y esto le creará una carga enorme a la industria financiera y las compañías financieras también se verán afectadas. Hace 5 años, en State Street Global Advisors, Londres, teníamos solamente un funcionario de cumplimiento, ahora tenemos seis para poder incrementar la resistencia del sistema de reguladores. Este costo es inevitable, pero en última instancia tiene un costo sobre la sociedad, no sólo sobre las instituciones que cubren los costos. El costo será absorbido por

medio de menos rendimiento para los accionistas o por medio de una reducción en los servicios financieros ofrecidos a la población. Una respuesta a esto ha sido la creación de un sistema entero fuera del sistema regulatorio donde los que existen y están floreciendo lo hacen porque no están sujetos a los reguladores, que deberían estar sujetos todos los miembros del sistema financiero regulado. Mucho del análisis durante esta presentación se ha colocado dentro del contexto de una economía nacional, se ha hablado de los servicios que un sistema financiero le brinda a la economía nacional, se ha hablado también de la forma como el sector financiero debe trabajar en el desarrollo de la confianza, para que esos servicios puedan contribuir plenamente al desarrollo de la economía nacional. A su vez, esto nos lleva a discutir la necesidad de un contrato social para brindar ese entorno de confianza y la función de los reglamentos y los reguladores para protegerlo. Como se mencionó al principio de la presentación, no se puede ver una economía nacional aislada del resto de los componentes del sistema; muy pocas economías están aisladas de la economía internacional y, claro, hay alguna excepción entre las de menor éxito. Para esas naciones la pregunta no es si se debe interactuar con el sistema financiero mundial, sino: ¿Cómo? ¿Cuándo? ¿En qué medida? Actualmente existen cinco impulsores principales para el crecimiento de la globalización. En primer lugar, el comercio mundial está creciendo al doble del PIB global. En segundo, los flujos de capital mundiales se están moviendo a los mercados emergentes con mucha rapidez, en 2006 fueron superiores a dos mil millones de dólares; tercero, la innovación financiera ha reducido los costos de las transacciones y ha permitido mejores flujos; cuarto, las innovaciones tecnológicas, particularmente las telecomunicaciones; quinto lugar, la inmigración y el movimiento internacional de las fuerzas laborales; todo eso, apoyado por las economías internacionales. Existen muchos inmigrantes en los países de origen y remesas que vienen de países desarrollados a países en vías de desarrollo. De la misma manera en la que el sector financiero tiene una función importante en el desarrollo de la economía de una nación trasladando recursos, los sectores financieros internacionales desempeñan la misma función en el desarrollo de la economía mundial. Sin embargo, en el contexto nacional existe un complemento necesario para el sector financiero y eso es un contrato social mantenido a través de instituciones sociales por medio de la supervisión y los reglamentos; y que tiene la misma función en la esfera internacional. Se cree que esto es un desafío importante a

medida que se pasa de la economía nacional a la economía mundial, los controles de la sociedad se vuelven más débiles y la posibilidad de mantener la infraestructura social cambia. Es más difícil mantener este entorno de confianza que el sector financiero necesita para poder florecer. Quizás no es sorpresa que para la mayoría de países, excepto algunos como Singapur y Hong Kong, las actividades económicas internas superan mucho a las actividades internacionales y, en muchos casos, por porcentajes muy elevados. Se han realizado esfuerzos en años recientes para superar esta falta de infraestructura mundial impulsados por las crisis de 1997 y por la pérdida del sistema de manejo de capital de riesgo de ese año. El sistema respondió con muchísimo vigor, se establecieron reglas por parte de los sistemas monetarios en países importantes y ellos buscaron hacer una revisión de la estabilidad financiera internacional. El Fondo Monetario ejerció su peso y se han producido varios informes de investigación, todos estos documentos y monografías han sido escritos por académicos y operarios de la industria del sector financiero para responder a varias iniciativas bajo los auspicios del grupo de política financiera y, sin embargo, el avance sigue siendo muy lento. Como se indicó, esto ocurre probablemente debido a la falta de reglamentos formales, por lo que parece que no se avanza mucho; se necesitan más reglamentos y más controles monetarios. Todas esas propuestas se hicieron hace diez años, uno escuchó exactamente lo mismo en 1998 cuando, en su momento, el Secretario de Estado, John Foster Dulles, del Presidente Eisenhower dijo: “La medida del éxito no es si usted tiene un problema difícil, pero sí este problema es el mismo que tuvo el año pasado”. Las autoridades monetarias no han avanzado mucho a pesar de todos sus esfuerzos en los últimos años, por lo que no se ve una solución a este problema a corto plazo; los Gobiernos seguirán trabajando sobre la base de una utopía. Si ni siquiera se pueden poner de acuerdo en la Unión Europea con respecto a los 27 países; por consiguiente, un acuerdo mundial sería más difícil, en especial por la idea de replicar un mismo concepto a las instituciones sociales, debido al tejido social que tienen ciertas naciones y sectores financieros. Al observar la historia, un sector financiero no es estrictamente necesario para que un país pueda tener éxito; por ejemplo, los romanos; pero también se ve que la presencia de un sector financiero, debidamente desarrollado, probablemente descubrirá que el éxito de esa nación está en manos de una élite rica y que el desarrollo de esa nación será lento. En la búsqueda de explicar una sociedad tradicional y el fenómeno de la era moderna, la

prosperidad masiva y el desarrollo económico rápido resaltan el trayecto que ha tomado el sector financiero moderno en los aspectos importantes como liquidez y la confianza, sin los cuales los agentes económicos no querrían ingresar en un compromiso financiero. Eso, a la vez, lleva a pensar en el tejido social, en las instituciones sociales que generan ese entorno de confianza y la infraestructura regulatoria y de supervisión que lo apoya y lo mantiene. Finalmente, un vistazo al entorno internacional, al poder del sector financiero internacional para replicar en la economía mundial los logros que ha tenido en la esfera nacional gracias a las instituciones sociales y al tejido social. Al discutir qué va a regular y mantener el sistema financiero, esto a su vez explica por qué el sector internacional financiero, con frecuencia, no puede entregar su ayuda a los países en desarrollo, y explica también por qué las naciones en vías de desarrollo a veces se sienten frustradas y desilusionadas por el efecto sobre sus economías en su interacción con el sistema financiero internacional. Sobre los méritos de la globalización y los beneficios que pueden obtenerse del sistema financiero internacional, las autoridades supervisoras mundiales están claras en cuanto a la necesidad de desarrollar la confianza del público que permita que estos beneficios fluyan como lo hacen en la esfera nacional. Se tiene una tarea ardua frente así, ya que esa tarea no siempre es fácil; la montaña que tienen que superar es verdaderamente alta, y vale la pena ascender esa montaña. Muchas gracias.

Sesión de preguntas y respuestas

Luis Felipe Granados: Muchas gracias, Director Nugée, por su conferencia, la cual nos ha narrado diferentes episodios: desde la primera parte que trata sobre el papel del sector financiero en la historia, resaltando ese último elemento adicional que es la confianza y tan vital para un sistema financiero. Para el papel de un sector financiero moderno, el contrato social basado en la reputación y el juego cooperativo de suma cero de todos los componentes de la economía internacional. Hemos visto cómo contrastó los modelos teóricos y la evidencia empírica de aquellos modelos que señalan que los sistemas financieros, al realizar sus funciones de producir información, deben monitorear inversiones, administrar riesgo, movilizar ahorros y proveer medios de pago. Esas funciones reducen los costos de transacción de información y fomentan el cumplimiento de los contratos, lo cual genera condiciones favorables al crecimiento económico. En la parte empí-

rica señaló cómo al final la diversificación y la calidad de las instituciones financieras es una determinante que facilita el crecimiento económico y resaltó la estabilidad, la incertidumbre del sistema financiero y la infraestructura sobre el pilar de la supervisión. Finalmente, nos describió la importancia de la parte internacional en lo que se refiere al sistema financiero y el crecimiento económico, hablándonos de los Hedge Funds, sobre los cuales hemos recibido un comentario y su respectiva pregunta: Ayer en el Wall Street Journal citaban que dos fondos esenciales en Bearn Stearns enfrentaban una caída, lo que se consideró como un test importante para la estabilidad de los mercados financieros. En esa orientación la pregunta es: ¿Cómo contribuyen los Hedge Funds a la eficiencia, liquidez y estabilidad financiera? y ¿Qué papel juega la autoridad de supervisión?

John Nugée: Los fondos de cobertura o inmunización son importantes ya que esos fondos son una forma muy eficiente de identificar los aspectos en donde la financiación se ve mejor recompensada, y, al mismo tiempo, animan la eficiencia de los mercados observando adónde fluye y adónde no debe fluir el dinero. La pregunta no es si deben ser regulados los fondos, sino cómo deben regularse y, de hecho, si al intentar introducir un elemento de regulación a la industria y a los fondos de cobertura, uno destruye el beneficio que pueden traer ya que podrían intentar desalentar los daños. Es inevitable que algunos fondos de cobertura fracasen y yo no creo que eso sea necesariamente malo; si no hubiera riesgo de fracaso, los mercados no estarían funcionando debidamente.

Luis Felipe Granados: Hay una pregunta acerca de los instrumentos financieros sobre el poco desarrollo que ha tenido el mercado hipotecario en América Latina: ¿Qué papel desempeña la financiación de los préstamos hipotecarios para las viviendas de los Estados Unidos?

John Nugée: A pesar de que no soy experto en ese tema, yo analizaría la certidumbre de los derechos de propiedad como uno de los factores fundamentales que se debe tener establecido antes de tener un mercado hipotecario. Los mercados hipotecarios son de largo plazo y, por consiguiente, se necesita estabilidad de largo plazo; en primer lugar, de parte del prestatario y luego de parte del prestamista. También es necesario tomar en cuenta el hecho de que las hipotecas hasta cierto punto son un mercado agregado y, de acuerdo con lo que dije sobre Europa, es mucho

más frecuente en los países continentales. Refiriéndonos a la presentación anterior, donde fue determinada la diferencia entre estos bancos, donde hay bancos universales y bancos especializados, claro que ésta no es respuesta a lo que ocurre en los Estados Unidos y al porqué los préstamos para hipotecas han sufrido un poco. Eso tiene más que ver con la calidad de los prestatarios que con el mercado hipotecario. Lo que se observa es que el mercado de los Estados Unidos parece ser suficientemente profundo y resistente para superar lo que parecería ser una situación no próspera y se verán personas que sufran y verán el shock muy bien.

Luis Felipe Granados: Usted mencionó la infraestructura que debe existir en los sistemas financieros, fundamentalmente vinculada con las instituciones; sobre este tema hay una pregunta. En las discusiones sobre el desarrollo de un sistema financiero moderno se señalan principios básicos para desarrollar la infraestructura institucional tales como el desarrollo sólido de un sistema de derechos a la propiedad, el fortalecimiento del sistema legal, reducir la corrupción, mejorar la calidad de información financiera y mejorar el buen gobierno corporativo, en ese sentido: ¿Cuál es el papel que juegan las instituciones de supervisión financiera, el banco central y el Gobierno?

John Nugée: Me parece que, de todos esos, resaltaría los derechos de propiedad como los más importantes. Uno de los factores que causó los mayores problemas en la antigua Unión Soviética fue que el ciudadano común no tenía derechos de propiedad y, por consiguiente, no tenía garantías que ofrecer cuando quería tomar un préstamo. Una vez que usted tiene propiedad, puede establecer el sistema de préstamos con garantía. Por lo tanto, yo diría que lo primero es el establecimiento de derechos de propiedad, el mantenimiento de los derechos a la propiedad y una atmósfera de confianza de que no les van a confiscar o quitar dicha propiedad. La historia muestra que cuando una persona es propietaria de algo, lo va a cuidar más; y en segundo lugar, lo puede usar; mientras que si son sólo usuarios, no lo pueden hacer. La función del banco central, otro de los brazos de la autoridad, es muy interesante. Esto se está refinando en los últimos treinta años y se ha limitado mucho más. La mejor práctica para la mayoría de los países parece estarse acercando más a una definición limitada del papel que desempeña el banco central, principalmente de mantener el control de la inflación. Creo que es uno de los puntos en la declaración de misión del Banco

de Guatemala, y es una de las declaraciones de la misión en la mayoría de los bancos centrales. La cuestión de supervisión es diferente, en algunos países la hace el banco central; y en otros países, una institución separada. Habiendo trabajado en dos bancos centrales, en Hong Kong e Inglaterra, creo que es importante que el acto de la supervisión esté separado del acto de la política monetaria. La política monetaria no debe ser realizada con la intención de estar controlando el sistema bancario porque si es así, el sistema monetario se pone en peligro. Por lo tanto, no importa si la supervisión es parte del banco central o no como infraestructura, pero sí importa que sea realizada la tarea en forma independiente porque son dos herramientas que tienen dos objetivos diferentes: la estabilidad monetaria y la estabilidad bancaria.

Luis Felipe Granados: Acerca del sistema financiero moderno se pregunta: ¿Cómo sentar las bases de un mercado de capitales y qué papel jugarían los fondos de pensión en dicho mercado?

John Nugée: Esta es una pregunta similar a la que tuvimos en la primera sesión, y me parece fascinante que con los experimentos realizados en América Latina durante muchos años ya se está a la vanguardia. Veo los sistemas de pensión de la vieja Europa y estamos envidiosos de lo que están haciendo algunos países en América Latina en cuanto a la idea de fondos de pensiones. Pensiones que son el derecho inalienable de la persona en casos donde no confía en el gobierno; es muy beneficioso para el pensionado y para el mercado financiero porque es un bono en cuanto usted empieza a reunir dinero. En cuanto usted empieza a reunir todos los pequeños ahorros de las personas necesita un mecanismo de transmisión para llevar ese dinero a los pocos prestatarios, de los que hablé, recordarán que hablé de la primera función del sector que es mover grandes cantidades, grandes números de pequeños ahorros a pequeños números de grandes prestatarios. En este sentido, el desarrollo de pensiones que sean independientes del sistema tributario del Gobierno sólo puede ser positivo y estos países, los países de esta región, están mucho más avanzados que muchos países desarrollados.

Luis Felipe Granados: Agradezco la participación del doctor Nugée en este XVI Ciclo de Jornadas Económicas en el Banco Central. Muchas gracias.



Riesgo-país en una economía pequeña y abierta: Perspectiva desde una agencia calificadora*

Fergus McCormick**

Sergio López:*** Buenos días, Doctor McCormick, para el Banco de Guatemala es un altísimo honor contar con su presencia este día que, como ha mencionado el licenciado Hernández, damos inicio a la serie de conferencias relacionadas con el Análisis de riesgo-país, lo cual es importante porque en el proceso de globalización se ha generado una mayor interdependencia e interrelación entre las economías del mundo, lo que se ha traducido en un mayor flujo de capitales, tanto financieros como de inversión financiera directa, hacia países con economías pequeñas y abiertas como la de Guatemala. En ese sentido, el análisis de riesgo-país es muy relevante debido a que para los inversionistas extranjeros es una de las principales variables a considerar para traer sus capitales a nuestro país. Los flujos de capitales son un complemento del ahorro interno y, por lo tanto, inciden decisivamente en el crecimiento económico. La inversión extranjera directa también genera empleo y transfiere tecnología de los países desarrollados hacia los países en desarrollo. Es por esta razón que, para los inversionistas, una de las principales variables a considerar es el riesgo-país. Para

discutir este tema, contamos con el valioso aporte del Doctor McCormick, a quien dejo en el uso de la palabra.

Buenos días. Agradezco al Banco de Guatemala por el honor de estar aquí, específicamente a su Presidenta, licenciada de Bonilla, a los licenciados Julio Suárez, Óscar Monterroso e Ívar Romero. Como persona que analiza las deudas, mi trabajo es fundamentalmente descubrir los problemas escondidos y tratar de determinar el riesgo real que existe en los diferentes países. Creo que esto me hizo muy poco popular en el transcurso de los años. Sin embargo, pienso que los inversionistas ya están considerando la diferencia entre los diversos niveles de riesgo del crédito, por lo que agradecen el trabajo que estoy haciendo. Hoy cubriré estos temas: 1) comparar el riesgo-país con el riesgo soberano; 2) analizar cómo la globalización afecta a las economías pequeñas y abiertas; 3) discutir cómo disminuir el riesgo-país con buenas políticas; y 4) tratar acerca de los costos del financiamiento a nivel de mercado local. Cuando se considera el riesgo-país, se piensa como algo sencillo; sin embargo, mientras más se profundiza y, al menos a mí me pasó así, la definición va cambiando en el transcurso del tiempo. En principio tenemos que considerar la diferencia entre el riesgo soberano y el riesgo-país. El riesgo soberano no es nada más que la capacidad y la voluntad de un Gobierno, específicamente un Gobierno central, de mantener a tiempo los pagos del interés y del capital a los acreedores privados, es decir: que las calificaciones soberanas son una medida, una evaluación de riesgo soberano, nada más que eso; ese es el paso uno. El paso número dos es que la calificación de riesgo soberano incluye el ries-

* Título original en inglés: *Country risk in a small open economy: A rating agency perspective*. Ponencia presentada el 22 de junio de 2007 durante el XVI Ciclo de Jornadas Económicas del Banco de Guatemala, en el marco del tema general: *Causas y efectos de la medición del riesgo país en una economía pequeña y abierta*.

** Analista Soberano Senior y Vicepresidente del Grupo Soberano de Dominion Bond Rating Service, Analista principal para Brasil, Argentina, Chile y Colombia.

*** Subdirector del Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de Guatemala.

go-país y es ahí donde se complica el asunto. En primer lugar, el riesgo-país tiene ya una definición tradicional, según la cual los Gobiernos utilizan sus poderes para bloquear los pagos de deuda externa a los acreedores que no son residentes, cuando aquéllos tienen períodos de crisis. Sin embargo, creo que la globalización de los mercados financieros ha cambiado esta definición, o se ha ampliado. La nueva definición de riesgo-país no es únicamente la capacidad de los soberanos de interferir con los pagos de deudas externas, sino que también existen sucesos: por ejemplo, una crisis bancaria, o de divisas que también se deben incluir en esta definición de riesgo-país. Éste es en verdad el caso, porque los Gobiernos no siempre han estado acompañados de una interferencia de los flujos de capitales. En otras palabras: no siempre han tenido controles de divisas. Además de los incentivos de un Gobierno para imponer estos controles de divisas, ha venido disminuyendo con el transcurso de los años, y la mayor sofisticación en los mercados financieros ha propiciado que las compañías y los inversores logren evadir esos controles de capital.

El aumento en los activos financieros ha sido impresionante en los últimos años, y éste es el caso no únicamente en los títulos de deudas externas y del Gobierno, sino que también para los depósitos bancarios y los capitales de títulos. En Latinoamérica, específicamente, el aumento de los activos financieros ha sido menor que en otras partes del mundo, aunque de todas maneras, ha aumentado en forma sorprendente. El segundo aspecto es la forma como la globalización afecta las economías pequeñas y abiertas. De forma sencilla podríamos decir que en las economías abiertas, los precios de las exportaciones son determinados por la globalización en ciclos ascendentes, aunque también se ha visto este fenómeno en ciclos descendentes. Recalco que en los ciclos descendentes aumentan tanto el riesgo-país como el soberano de las economías pequeñas y abiertas, por lo cual es importante implementar las políticas adecuadas para enfrentar las fugas de capital o la disminución de los ingresos de las exportaciones que suceden en los ciclos descendentes. Cuando caen los precios, un país tiene que tener una base de exportaciones bastante diversificada, así como regulaciones de control, para poder enfrentar este problema. Obviamente esto es un reto tremendo para cualquier país del mundo y especialmente para los países con un alto nivel de deuda externa, como proporción de la deuda total. Si vemos un grupo seleccionado de economías pequeñas y abiertas, es interesante observar que Guatemala resulta muy bien situada, cuando

vemos la relación entre la deuda total y el PIB, el mejor punto referencial de las muestras; estas cifras han mejorado en los últimos años, aunque quiero recalcar que el promedio centroamericano de coeficiente de endeudamiento al PIB es bastante alto. Otro aspecto, que es interesante observar, es que la deuda nacional a la deuda total en Centroamérica y en las economías pequeñas y abiertas en la región latinoamericana, es bastante baja, la excepción obviamente son Chile, Costa Rica, así como Trinidad y Tobago; aunque, en general, una amplia porción de la deuda externa es bilateral y los mercados de capital nacional son bastante superficiales y líquidos; por lo tanto, este coeficiente de deuda externa a la deuda total es bastante bajo.

El tercer punto se refiere a lo que pueden hacer los países para disminuir este riesgo-país. ¿Qué pueden hacer para mejorar su confianza en el riesgo de la nación y mejorar el estrés del país? En mi oficina recalcamos en tres políticas específicamente: 1) tener una buena política fiscal, que mantenga la solvencia fiscal y, al mismo tiempo, disminuya la volatilidad de la deuda del PIB; 2) el desarrollo de los mercados de deuda nacional, esto se puede hacer, no únicamente a través de las regulaciones adecuadas y de la supervisión financiera adecuada, sino que también con una modernización del rendimiento nacional, y esto lo voy a discutir posteriormente; 3) a través de políticas de administración del endeudamiento con buen diseño, y la verdad es que, aunque recaen en el mismo punto, los quise separar. Una de las políticas más importantes es la política fiscal, ya que cuando uno aumenta el autoaseguramiento, se puede alcanzar de una forma muy buena, a través de las instituciones que ya están colocadas. Les doy dos ejemplos: el caso de Chile y el superávit estructural, esta regla —que no es una ley sino una regla, una pauta— es una diferencia importante, dado que produce una orientación fiscal para las autoridades y también, según mi parecer, recalca la disciplina fiscal. Les explicó cómo funciona: en primer lugar liga el gasto con los ingresos, es decir, trabajando en el presupuesto —a partir de estimaciones de dos paneles de expertos independientes— en primera instancia el PIB a largo plazo; luego el precio del cobre, porque es su principal producto de exportación; seguidamente los gastos, después se estiman basándose en esa línea de ingreso estructural. De tal manera que a medida que la economía fluctúa y a medida que los ingresos reales fluctúan, Chile puede ganar o ahorrar durante los buenos períodos, es decir, que esto se liga a los ingresos estructurales y requiere que todos los ingresos del cobre, que rebasan esa estimación a largo

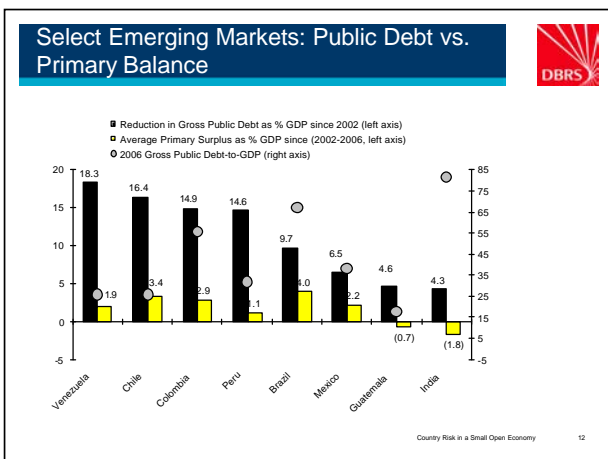
plazo, permiten que estén en el lugar seguro; y esto también se hace en diferentes cuentas off shore, en un fondo de estabilización del cobre. Creo que esto ha aumentado la credibilidad fiscal de Chile, porque existe una adherencia estricta a esas pautas que ellos mismos se han planteado.

El ejemplo de las políticas fiscales, basadas en pautas, también ha sido realizado por Brasil, en lo que respecta a una “ley de fiscabilidad” como ellos le llamaron. Brasil requirió que todos los niveles gubernamentales produjeran un superávit de un nivel base; eso lo hizo durante 8 años al día de hoy; y, muy eficazmente, comenzaron a disminuir a través de un superávit primario; esto disminuyó su coeficiente deuda PIB. La gráfica de abajo me gusta mucho, porque si ven las barras grises muestran superávit primario como porcentaje del PIB, es decir, del 2000 al 2006, es un promedio; y si ven a Brasil, exactamente en el medio 4% del PIB, éste es un nivel sumamente recomendable. El resultado de todo esto es que Venezuela, Chile, Colombia, Perú —también Brasil y México— disminuyeron este coeficiente de endeudamiento al PIB, entonces su riesgo país soberano disminuyó. Ven aquí las barras negras, esa es la disminución desde el 2000. Guatemala e India están aquí a la derecha para comparar esto. Una de las fortalezas de Guatemala es que tiene un coeficiente bajo de endeudamiento al PIB; de hecho tenemos un balance negativo; lo mismo con India, a pesar de todo, el endeudamiento contra el PIB logró reducirse el 4% o casi 5% del PIB, desde el 2002. Si ven en India, este es sumamente alto, mientras que en Guatemala está en una mejor posición. Otras medidas de disciplina fiscal que podrían implementar los países, que creo sería para disminuir la volatilidad en el área de la recaudación, y esto es importante para

México y Guatemala, porque la recaudación de impuestos es muy baja, se pueden hacer dos cosas: en primer lugar, aumentar los impuestos para tener más flexibilidad fiscal, o impedir que los ingresos fiscales se volatilicen.

Otra área, que quisiera recalcar, es el proceso de reconocer y luego disminuir la posibilidad de pasivos contingentes. Al inicio mencioné que trataría de determinar las cosas escondidas y a esto es lo que me estaba refiriendo. Los pasivos contingentes pueden ser situaciones como la de Corea del Norte con respecto a Corea del Sur, pero generalmente son pasivos que se encuentran por debajo del balance general. En el caso de la India, por ejemplo, existen pasivos que no están en el balance general, así que esto es fuente de una gran incertidumbre e incrementa el riesgo país; también pueden ser déficit cuasifiscales del banco central, que si están en el balance general existe un costo fiscal, pero también está el costo de la deuda a medida que se va desfasando. El segundo conjunto de políticas, que puede llevar a la práctica un Gobierno, es desarrollar los mercados locales de capital; me parece que la razón por la que éste es importante es porque la historia reciente muestra que las crisis bancarias con frecuencia son fuente de volatilidad de la deuda. Creo que reglamentos bancarios, que han redundado en una mejor liquidez, ayudan mucho a reducir el riesgo de las crisis bancarias. Me parece también que es muy importante intentar desarrollar un grupo de inversionistas muy estables no sólo internos, sino también internacionales. Muchas economías, particularmente las pequeñas, muestran una concentración del conjunto de inversionistas, ya sea en fondos de pensiones o en el sector bancario con muy pocos planes institucionales o, simplemente, no existe suficiente presencia de inversionistas extranjeros en la economía, lo cual —a mi criterio— es una fuente de debilidad. Una de las formas de analizar este aspecto es privatizar el sistema de pensiones, pero también reducir y aclarar las exigencias para ingresar, y las exigencias para poder salirse, para el caso de los inversionistas. Este es un problema en muchos países en desarrollo, donde hemos visto en meses recientes, Tailandia y Colombia, problemas de retención de impuestos y otros tipos de retenciones de capital; y esto podría ser muy dañino al sentimiento de los inversionistas, no solamente extranjeros sino también los internos.

Lo tercero es poner en marcha un diseño de política de deuda tan eficaz como sea posible. En años recientes hemos visto que muchos países han sido capaces de escapar



del pecado original, suena como una película de horror, pero me parece que es más horrorizante que un país se encuentre atrapado en una alta deuda externa y una relación de la deuda pública al PIB, que no sea saludable y esto se ha convertido en un círculo vicioso para muchos países y por varios años. En 2002, en particular, muchos países han podido escapar de ese círculo vicioso, emitiendo más bonos y diversificando sus bonos en los mercados internos. Me parece que una emisión mayor de deuda interna, sí produce este círculo vicioso, pero debe tomarse en cuenta que existen otras formas de alejarse de este círculo vicioso, introduciendo vehículos de cobertura y contratos de derivados. En el cuarto tema del día quiero hablar brevemente del costo de escaparse de este círculo vicioso y en participar en un círculo más virtuoso, emitiendo menos deuda externa y más deuda interna. Me parece que hay compensaciones en cualquier política comercial del lado de la deuda, hay compensaciones muy claras al emitir más deuda interna. Creo que no hemos visto todas las repercusiones de la emisión de mucha más deuda en la economía interna, lo cual es el meollo de lo que quiero decirles hoy. Opino que la emisión de deuda interna puede exponer a los soberanos a riesgos adicionales y estos riesgos generalmente se expresan en la forma de intereses más elevados o vencimientos de más corto plazo, incluso se presentan en riesgo sistémico. Los inversionistas simplemente necesitan rendimientos más elevados o tasas más elevadas, si es que ellos quieren comprar documentos del Gobierno, mientras que los inversionistas internacionales podrían exigir menos, talvez también exijan vencimientos de más corto plazo para no tener que pasar crisis del tipo de cambio. Según mi opinión, el riesgo más serio es el sistémico, y esto es particularmente cuando el lado de los extranjeros tiene muchos títulos internos. Recordemos las crisis del 94 y del 95 en donde los extranjeros tenían en sus manos muchos bonos, o documentos, o títulos vinculados a la moneda local, esto dio lugar a una crisis sistémica en México; este país ha podido diversificar su mercado y su emisión de títulos, aunque sigue siendo cierto que México tiene una gran cantidad de deuda indexada de corto plazo, lo cual plantea otro riesgo que podría ser la indexación de la economía.

¿Hacia dónde voy con todo este argumento? Hacia decir que aunque los países han podido escapar al así llamado pecado original, emitiendo más bonos en los mercados locales, debemos preguntarnos en dónde se encuentran los riesgos ahora; pero los riesgos cambian, cambian de manos, incluso en los mercados donde hay contratos

derivados; un extranjero podría estar comprando un instrumento de deuda interna que tenga suficiente compensación o cobertura, que nos haga pensar: ¿quién tiene en sus manos el riesgo? Si está en las manos locales, da lugar a un riesgo sistémico. Lo que digo es que el riesgo subyacente no queda eliminado, sólo cambia de manos. Entonces me parece que, a manera de conclusión, quisiera decir que no hay una fórmula mágica para reducir el riesgo-país. Lo mejor que pueden hacer los países es hacer su mejor esfuerzo para producir las mejores políticas en la forma más transparente posible. Sí creo que las economías pequeñas y abiertas encaran desafíos crecientes a medida que los mercados financieros se convierten en mercados más sofisticados; a medida que los flujos financieros se incrementan; y a medida que las cuentas de capital se vuelven más abiertas. El desafío es llevar a la práctica las políticas correctas. Para tratar de captar todos los riesgos posibles en DBRS, evaluamos a los soberanos desde diferentes perspectivas; no solamente examinamos el perfil de la deuda, no solamente examinamos las finanzas públicas, también examinamos la estructura económica, el desempeño de la economía, los ciclos políticos y la interferencia de la política en las políticas fiscales o monetarias. También examinamos la estabilidad financiera del país y, por supuesto, la balanza de pagos internacional. Lo último que quiero decirles es que, cuando calificamos, ya sea economías pequeñas o grandes, en DBRS evaluamos las herramientas que emplean los Gobiernos para reducir el riesgo-país, aunque también tratamos de evaluar qué hay detrás y cuáles son las estrategias que vienen detrás de dichas políticas. La gráfica es una lista de las calificaciones soberanas que tenemos en América Latina. Estamos dispuestos a calificar más soberanos, estamos inte-

DBRS's Latin America Long Term Foreign Currency Sovereign Ratings		
Sovereign	Rating	Trend
Chile	A (high)	Stable
Mexico	BBB	Stable
Brazil	BB (high)	Positive
Colombia	BB (high)	Stable

resados en hacerlo y creo que la perspectiva singular, que tenemos en DBRS, es que comparamos países más que lo que hacen otros participantes del mercado y eso da un mejor sentido de la condición del país. Muchas gracias.

Sesión de preguntas y respuestas

Sergio López: Tenemos gran cantidad de preguntas que vamos a agrupar por temas. Las primeras hacen referencia al tema de flujo de capitales. Michael Petits, en su libro “The volatility machine”, menciona que hay ciclos de liquidez en la economía internacional y que eso muchas veces genera flujos masivos hacia los países en desarrollo, en donde un problema de estructura financiera y corporativa provoca que estos capitales puedan generar cierto riesgo-país dado que son considerados “capitales golondrina”; lo ve como un problema de “corporate finance” en estos países y que restringir un poco la volatilidad de los capitales golondrina, podría ayudar. La pregunta es: ¿Si al abrir más la economía se genera un mayor riesgo-país, debido a que la estructura corporativa interna es todavía poco eficiente, si bien cerrar la economía es beneficioso o permisioso?

Fergus McCormick: Mi primer punto sería que cada país es muy diferente, las reglas y el nivel de apertura de cada país, por ejemplo. En el caso de India, que es una economía abierta, la mayor parte del sistema bancario es público. La pregunta aquí es: ¿Cómo una economía como India puede abrir su mercado de capitales sin arriesgarse a que haya un flujo enorme de capitales hacia fuera o una fuga de capitales? Creo que los países están enfrentando situaciones que, como en el caso mencionado, hemos visto una fortaleza en el peso anclado, en donde el Gobierno tomó la decisión de imponer tributos para los flujos de cartera al país; esto tuvo un efecto devastador en la percepción del país, el punto que señalo entonces es que tiene ventajas el abrir gradualmente una economía y me parece que algunos países lo han hecho de forma muy eficaz. Lo segundo es que cambiar las reglas del juego, con frecuencia, causa más incertidumbre y puede dar lugar a mayor fuga de capitales.

Sergio López: En el tema del pecado original, el cual consiste en que un país no puede emitir deuda en los mercados internacionales en moneda doméstica, necesariamente, como es el caso de Guatemala, emitimos deuda en moneda extranjera, colocamos bonos en moneda extranjera, porque si colocamos quetzales, en quetzales no nos los aceptan. El pecado original al que están expuestas nues-

tras economías genera otro problema muy grave, que es el descalce de monedas; esto a su vez expone al sector financiero a crisis si el tipo de cambio es muy volátil. Sin embargo, si el banco central trata de mantener un tipo de cambio demasiado rígido, se generan pasivos contingentes como en el caso de los países asiáticos, entonces la pregunta es: ¿Si la política macroeconómica, concretamente la estabilidad de precios, es una condición suficiente para escapar del pecado original?, dado que países con inflaciones bajas y estables, por ejemplo México, han podido colocar bonos en pesos en mercados internacionales.

Fergus McCormick: Sí, el mejor paso es emitir deuda fija de largo plazo en moneda local, mientras más haya deuda de largo plazo fija, particularmente si es adquirida no solamente por instituciones internas o actores internos, pero también internacionales. Ésta es una forma muy segura de deuda para cualquier economía, la pregunta realmente debería de ser: ¿Cómo puede un país emitir más deuda fija? Me parece que tiene que ver con utilizar un enfoque que vaya paso a paso. Lo primero podría ser la diversificación de su deuda interna, el mercado de deuda interna, de manera que un soberano pueda emitir no solamente deuda fija de corto plazo al principio, pero también relacionada con la inflación. No obstante, para poder hacer esto tiene que haber otras medidas establecidas que incluyen a un banco central independiente, que tenga pleno control de su capacidad de centrar su atención en la reducción de los precios internos y el control de las expectativas de la inflación. Una vez que esté establecido dicho marco y controlada la inflación y que el país pueda cumplir siempre con sus metas de inflación, resulta mucho más fácil para el Ministerio de Hacienda emitir títulos de deuda fija de largo plazo. Por ejemplo, el peligro que enfrenta Brasil es que tienen muchísima deuda flotante, tienen una tercera parte de su deuda pública que está indexada a su tasa de interés, que es a corto plazo, y me parece que esto plantea un problema, ¿por qué?, porque existe una crisis sistémica y el banco central se ve obligado a incrementar las tasas de interés lo que a su vez incrementa su costo de tomar préstamos. Otro punto fundamental es la transparencia para divulgar totalmente la emisión de la deuda en un año, la que debe de ser muy alta; ya resulta muy confuso ver países, como Argentina, donde no solamente hay deuda denominada en monedas extranjeras y deuda en moneda local, con diferentes tipos de vencimiento, sino que con recuperaciones que tienen diferentes plazos y también algunas deudas que no han sido estructuradas; es decir entonces donde hay in-

certidumbre en cuanto a la estrategia y sus curvas de retorno que son muy confusas, tanto internamente como en el mercado externo. Es mi parecer entonces que existen problemas de liquidez, problemas de transparencia y problemas de diversificación que es necesario tomar en cuenta.

Sergio López: La otra pregunta se relaciona con la literatura económica respecto al ciclo político; sabemos que cuando se va a cambiar autoridades, la política económica regularmente cambia en algunos países. A veces se torna un poco expansiva, previo a las elecciones. La pregunta es si existe el ciclo político, debería existir un ciclo de riesgo-país, a través de ese ciclo, entonces: ¿Cuáles son las principales metodologías para estimar el riesgo político dentro del riesgo-país? Si además de esto, pudiera ampliarnos el concepto o diferencia entre el riesgo soberano y riesgo-país.

Fergus McCormick: El objetivo de todo país debiese ser separar el ciclo político de sus políticas económicas; la razón por la que esto es importante es porque las influencias políticas interfieren en las políticas fiscales o monetarias y eso puede afectar la coherencia de dichas políticas. Me parece que la independencia total del banco central, no solamente independencia operativa, es muy importante de forma que el banco central pueda utilizar las herramientas adecuadas y su propia discreción de forma separada a las influencias políticas para atacar la inflación y tratar de controlarla, de forma similar, del lado fiscal. La razón por la que hablo tanto acerca del excedente fiscal, de la regla del excedente fiscal en Chile y la regla del excedente fiscal en China, es porque éstas fueron pautas que se cumplieron o que separaron la política fiscal del ciclo político. Esto es importante y creo que éste es el ángulo desde el cual querríamos atender su pregunta de cómo se encara la política en un país, la coherencia de las políticas se debe subrayar. Respecto a la segunda pregunta: riesgo soberano, riesgo-país, ¿puede ampliarme qué no le queda claro? La aclaración entre una cosa y otra, las calificaciones soberanas están tratando de evaluar, en un momento dado, la capacidad de disposición de parte del Gobierno central, de hacer pagos oportunos de su deuda, así de sencillo. Creo que se complica cuando es necesario tomar en cuenta los diversos factores como las fortalezas de las instituciones en un banco, los procesos políticos, la diferencia entre ciclos políticos y políticas económicas, de forma que entra en la ecuación una evaluación cualitativa que me parece que fácilmente puede convertirse de un observador subjetivo a un observador objetivo. Una vez más me parece que el

riesgo-país, definido de forma limitada, tiene que ver con la interferencia del Gobierno en los flujos de capital y también el riesgo de un riesgo sistémico del origen que sea, sea del sistema bancario o por una crisis en el tipo de cambio.

Sergio López: La implementación de los Acuerdos de Basilea II contempla un aumento de los requerimientos de capital de cerca del 8%. Algunos analistas, como Benton Gup, consideran que esto va a frenar el flujo de capitales hacia países de economías pequeñas y abiertas, porque se va a tornar muy caro y esto va a incidir en que estos países van a tener que emitir mayor deuda pública interna de muy corto plazo, lo cual —aducen— va a aumentar considerablemente el riesgo soberano en este caso. ¿Cuál es su opinión acerca de esto?

Fergus McCormick: No sé si entendí la pregunta. Sí creo que hay ventajas claras de tener cuentas de capital abiertas, hay ventajas claras de tener cuentas cerradas de capital y fundamentalmente la falta de inversión. Una economía que se fundamenta en las exportaciones va a crecer mucho más rápido que una economía con una cuenta de capitales cerrada o una que tenga una cuenta de capital relativamente abierta un año y luego cerrada; después, en otras palabras, la coherencia de las políticas es muy importante. Me parece que uno de los principales desafíos que los países empiezan a encarar, los países en el Caribe y Latinoamérica, pero en todo el mundo realmente es que hay mayor estabilización y mayor estabilidad cada vez. La pregunta es: ¿Cómo encontrar la flexibilidad fiscal y elevar la productividad en las economías para abordar, y atender las desigualdades sociales y los problemas de desarrollo, así también los problemas de infraestructura? Creo que para eso hay que elevar el consumo para que éste se convierta en la parte más importante de la actividad económica; ésta es una forma muy larga de responder que, creo, hay claras ventajas de tener cuentas de capital abiertas, pero ese crecimiento en última instancia tiene que estar debidamente equilibrado de forma que haya suficientes pesos y contrapesos a las sumas de capital para que las economías puedan permanecer estables.

Sergio López: Se nos terminó el tiempo, las preguntas que quedan sin respuesta van a ser trasladadas para la mesa redonda. Agradezco al señor McCormick por esta conferencia.

Visión crediticia de Guatemala: enfoque soberano

Mauro Leos

*Jorge del Cid:** Contamos hoy con la presencia del señor Mauro Leos para continuar con el tema “Causas y efectos de la medición del riesgo-país en una economía pequeña y abierta” desde la perspectiva de prestigiosas agencias calificadoras de riesgo a nivel mundial. Él es analista especializado en riesgo soberano en representación de la empresa Moody’s Investors Service. Completó estudios de posgrado en las áreas de finanzas internacionales y econometría de la Universidad de Wisconsin y es graduado del Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey. Fue Director Gerente para Latinoamérica de la empresa Warthon Econometrics, en Filadelfia, a cargo del servicio de pronósticos para América Latina. El señor Leos es el analista principal para Guatemala, El Salvador, México, Brasil, Argentina y Perú, así como para entidades supranacionales como el Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE) y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID). Actualmente desempeña el cargo de Vicepresidente y Analista Senior de Crédito para América Latina en la Unidad de Riesgo Soberano de la Agencia Moody’s Investors Service. Señor Leos, el Banco de Guatemala le da la más cordial bienvenida y le manifiesta su complacencia de tenerlo como conferencista en este XVI Ciclo de Jornadas Económicas.

Buen día. Déjenme aclararles que, respecto al tema “Causas y efectos de la medición de riesgo-país en una economía pequeña y abierta”, mi ponencia es más modesta, en

tal virtud les hablaré de cuál es el marco analítico a partir del cual operamos nosotros y, tomando en cuenta ese marco analítico, cómo vemos o cuáles temas enfatizamos en relación al caso de Guatemala. Mi intención es que comprendan de mejor manera cómo y por qué vemos a Guatemala como la vemos, en lo que corresponde a nuestras tareas, al final de cuentas es una visión crediticia de Guatemala. Agradezco a Fergus por su presentación, porque muchos de los aspectos que él planteó sirven como base de lo que voy a exponerles. Inicio con el primer punto: una calificación de crédito tiene que ver con una evaluación; es decir: nuestra opinión sobre la capacidad y voluntad de pago de un Gobierno de sus títulos de deuda, de sus bonos. Capacidad que se entiende como voluntad en la práctica; tengo 10 años en Moody’s y todavía no me ha tocado ir a un Ministerio de Finanzas a hacer la pregunta de si usted tiene voluntad de pagar, pero de hacerla creo que la posibilidad de que alguien me diga “No” es muy difícil. Siempre hay una excepción; si han escuchado las noticias, Ecuador ha dicho que no tiene voluntad de pagar en algunos casos que no sea legítima la deuda; aun los argentinos, antes del Fondo Regional, dijeron que no tenían voluntad de pagar.

¿Qué es voluntad? Voluntad son todos aquellos elementos que en un momento dado pueden limitar o coartar la capacidad de un Gobierno para hacer algo, en este caso, la voluntad de pago. Pueden ser presiones de índole político-social, situaciones relacionadas con el marco institucional, temas políticos, todos esos aspectos que un momento determinado pueden limitar la capacidad efectiva de un Gobierno de continuar cumpliendo con sus compromisos;

* Subdirector del Departamento Internacional del Banco de Guatemala

y uno de los puntos son las economías pequeñas con niveles de ingreso bajos, relativamente, en momentos difíciles pueden enfrentar decisiones muy complejas como: ¿Qué hago con estos recursos limitados? ¿Pago deuda? ¿Gasto? ¿Pago sueldos? ¿Construyo? etc. En ese sentido debemos entender la voluntad y es un elemento relevante, más relevante en la región de Latinoamérica y, sobre todo, en países pequeños. ¿Cuál es el proceso de calificación? ¿Cómo llegamos a una calificación? Tenemos algunos modelos estadísticos, pero son sólo una referencia. Nuestras calificaciones no salen de un modelo estadístico, es un modelo humano si lo quieren ver así, en cada caso, para cada país: así, tenemos un analista responsable, un suplente y un monitoreo continuo; seguimos las noticias, la información y los datos como se presentan. Tenemos reuniones periódicas, en algunos casos, en los países; en otros, nos visitan las autoridades. Nos reunimos en el marco de las reuniones del Fondo Monetario Internacional (FMI) y del Banco Mundial (BID), existe un monitoreo continuo de lo que está pasando.

Cuando los analistas opinan que está sucediendo un asunto que amerita ser reflejado en la calificación, se convoca a un comité y todas las decisiones que tomamos son decisiones de comité. Los comités operan con una regla básica: debe haber mayoría de analistas de afuera de la región para que no haya un sesgo al estar evaluando a algún país. Las calificaciones tienen que ser globales, aunque es natural hacer comparaciones regionales. La calificación es global y esto debe ser así porque, aun cuando no lo crean, en ningún país me creen esto, uno tiende a encariñarse con sus créditos y los tiende a ver como sus hijos después de mucho tiempo: mi hijo es muy listo y muy alto... Necesita uno que venga otra persona y le diga: “Tu hijo es muy listo porque habla inglés, pero el mío habla chino”. “Tu hijo es muy listo, toca el piano; pero el mío también toca el violín”. Todo esto se discute dentro de un comité y ahí están presentes analistas de Asia, de Europa, de todo el mundo, quienes evalúan la información que están recibiendo y tratan de ubicar al país en relación con los demás.

Las decisiones tomadas por los comités son de diferente tipo: a) el *outlook* (la perspectiva) es por lo general estable, pero se puede modificar a positiva o a negativa. En el caso de Guatemala, la perspectiva que tenemos —en la calificación de moneda extranjera— es positiva desde hace casi

un año. Las perspectivas tienen una vigencia más o menos amplia de 18 a 24 meses; la intención es dar oportunidad de ver si los cambios, que se están registrando, son cambios de fondo y pueden llevar a una modificación sustancial en los riesgos. Van a transcurrir 12 meses en julio desde que asignamos esa perspectiva positiva a la calificación de Guatemala. Si se percibe que los cambios son de fondo y los mismos van a persistir, entonces se pasa a un proceso de revisión. Se puede revisar para arriba o para abajo. Las revisiones tienen un período más corto y más definido (de tres meses aproximadamente). En ese tiempo, a más tardar, se debe concluir una revisión. Actualmente estamos concluyendo la revisión de Perú, puesto en revisión hace tres meses; en agosto vamos a terminar la revisión de Brasil. Guatemala está ahora en una etapa anterior, está en la perspectiva positiva y siento que nos vamos a esperar hasta finales de 2007 para ver el resultado de las cifras y después de determinar si los cambios son sustanciales, si es necesario dar el siguiente paso, se pondría en revisión; y cuando concluya la revisión se define si se aumenta o no la calificación. Los datos demuestran que en dos de tres ocasiones, cuando existe una revisión para un aumento en la calificación, la decisión es en el sentido de esa revisión: es decir: si se está revisando una calificación para ver si se aumenta, en dos de tres veces termina aumentándose; no siempre, pero en dos de tres veces ésa es la forma en la cual opera el proceso de calificación.

Tabla 1

Moody's Global Rating Scale	
<u>Investment Grade</u>	<u>Speculative Grade</u>
Aaa	Ba
Aa	B
A	Caa
Baa	Ca
	C

Cuando se está discutiendo la calificación de cualquier país, el comité trata de determinar en dónde se ubica dicho país; es decir: en cuáles de estos rangos de calificación está: la más alta, del lado izquierdo, representa el grado de inversión (**Aaa**); la más baja, el nivel de entrada, es **Baa**; del lado derecho está el grado especulativo, lo que no es grado de inversión, de **Ba** a las **C**'s. Diferentes niveles o letras implica diferentes riesgos, respecto de los cuales siempre existe una pregunta: ¿Qué significa ser **A** o **Ba**? **A** es una calificación no tan buena como **Aa**, pero es mejor que **Baa**. ¿Qué quiere decir? En la tabla 2 vemos que una calificación lleva incorporado el riesgo crediticio, riesgo de incumplimiento de pago.

Tabla 2

Tasas de Default Acumuladas			
	Porcentaje después de ...		
	5-Y	10-Y	20-Y
Aaa	0.1	0.7	2.1
Aa	0.4	1.1	2.7
A	0.6	1.7	5.1
Baa	1.7	4.6	12
Ba	12	21	38
B	29	44	53

Fuente: Moody's Historical Default Rates 1920-2006

Esta tabla 2 muestra información amplia desde 1920 hasta la fecha. Es información de las calificaciones nuestras, de todas las calificaciones, no únicamente de países sino de empresas, bancos, estados, provincias. Es el porcentaje de *default* o de incumplimiento después de 5 años, de 10 años, de 20 años. ¿Qué significa incumplimiento? Cuando se piensa en *default*, viene a la mente Argentina, pero el caso argentino es extremo por el tipo de *default*, por la magnitud. Incumplimiento, para nosotros, es cualquier incumplimiento. Un retraso puede ser incumplimiento, no pagar en su totalidad es incumplimiento: hay de incumplimientos a incumplimientos. Por eso tienen ustedes diferentes categorías dentro de **C**, que aquí no aparece, pero el punto está. Menciono como referencia **A**, que es grado de inversión; vean hacia la derecha: dice que después de 5 años, aproximadamente 0.6% de las calificaciones con

asignación **A** tuvieron problemas de pago; según estimaciones, 2% enfrentaron problema de pago a 10 años; y 5% experimentaron algún problema de pago en 20 años. Conforme se mueven a la derecha va aumentando esa probabilidad. ¿Por qué? porque más situaciones pueden suceder en 5, 10, 20 años. El otro asunto es vertical, veamos la tabla 3.

Tabla 3

Tasas de Default Acumuladas			
	Porcentaje después de ...		
	5-Y	10-Y	20-Y
Aaa	0.1	0.7	2.1
Aa	0.4	1.1	2.7
A	0.6	1.7	5.1
Baa	1.7	4.6	12
Ba	12	21	38
B	29	44	53

Fuente: Moody's Historical Default Rates 1920-2006

La calificación más alta **Aaa**, en ésta la **B** y aquí seguiría la **C**, pero la **C** es Argentina, Pakistán, casos extremos, lo cual no es que el porcentaje va aumentando o disminuyendo, si lo ven de abajo para arriba, un aspecto importante es la raya punteada: arriba de esa raya es la inversión, abajo no lo es. Vean este asunto interesante, por ejemplo: tomando como referencia 10 años, casi la mitad de los créditos, con calificación **B**, en 10 años pueden tener un problema de pago; en el caso de **B**, aproximadamente, 20 menos de la mitad; y vean cómo aquí ocurre un quiebre; si bien esto va disminuyendo, en un momento uno puede pensar que todas estas calificaciones son parte de la misma familia porque estamos hablando de entre 1% y 5%; claro es más 4 - 6 que 1 - 7, pero como que son parte de la misma. Una vez que uno cruza la línea, está en otro universo de riesgo: entre 1 y 5 se va a 20; después se va a 40; y luego es mucho más. Cruzar la raya para pasar a grado de inversión es un aspecto significativo desde el punto de vista crediticio, tiene que haber un cambio tan radical en las condiciones crediticias que en un momento dado ocurre una baja sustancial en el riesgo y adicionalmente detrás de cada escalón. Además, en cada categoría existen tres escalones (uno, dos y tres); uno es **Ba fuerte**, tres es **Ba débil**, dos es **Ba promedio**. Como lo sospechan, la mayoría de países latinoamericana-

nos no son grado de inversión. ¿Cuáles están en grado de inversión? Están Chile y México; la mayor parte de éstos están acá abajo. Guatemala, según Moody's, la calificación del Gobierno en moneda extranjera está en **Ba2**. Tenemos una calificación en moneda local en **Ba1** pero están en esta categoría, entre un **Ba promedio** y un **Ba fuerte**, abajo todavía de la raya, pero relativamente altos.

Ésta es una idea genérica del grado de inversión y cuáles son los riesgos, pero les hablaré de cuáles son los principios básicos, de cómo tratamos de enfocar las calificaciones (esto no lo van a encontrar en ningún libro de texto); a mi parecer, existen tres principios básicos de cómo analizamos las calificaciones (tabla 4).

Tabla 4

PRINCIPIOS BASICOS
I . VACAS GORDAS/FLACAS
II. VASO "MEDIO VACIO"
III. MISS UNIVERSO

I. Principio de las vacas. La Biblia, en Éxodo, cita secciones en las cuales suceden años de vacas gordas y años de vacas flacas. El punto está en que las vacas no siempre están gordas y no siempre están flacas. Cuando están gordas, enflaquecen; y cuando están flacas, engordan; y eso es un ciclo, al final de cuentas así se mueven las economías.

Tabla 5

I. VACAS GORDAS/FLACAS
Ver mas allá del Ciclo ...
<ul style="list-style-type: none"> ■ Identificar/Descontar Factores Cíclicos ■ Enfoque de MEDIANO PLAZO ■ Enfatizar FUNDAMENTOS

El objetivo de una calificación es ver más allá del ciclo, observar más allá de qué está pasando ahora, porque lo que está pasando ahora puede ser anormalmente bueno; en ese sentido, la impresión es: el crédito es mejor si uno se va por lo que está viendo hoy, lo que en realidad es, parece ser mejor pero no es, o viceversa; o puede ser que esté peor, por circunstancias especiales, y que uno esté menospreciando lo que se encuentra detrás. Las calificaciones son o involucran un análisis de mediano plazo. ¿Qué quiere decir mediano plazo? Soy honesto, casi no veo los datos mensuales, en ocasiones veo los trimestrales; estoy consciente de los datos anuales; al final de cuentas, cuando estamos viendo los datos para Guatemala, vemos este año; pero queremos ver cómo han sido los últimos cinco años y tratamos de imaginarnos cómo pueden ser los próximos tres, cuatro, cinco años, para tener una idea del mediano plazo y eliminar el ciclo, el énfasis es en los fundamentos.

Aquí hago un comentario, porque hicieron una pregunta sobre política: está ocurriendo un ciclo político, un ciclo electoral, y siempre que suceden elecciones en un país, los Gobiernos —es parte de la naturaleza humana y no es solamente en Latinoamérica— empiezan a realizar acciones de más para tratar de echarse la mano; la pregunta es: ¿Van hacer algo ustedes con la calificación porque el Gobierno está gastando de más o porque hay una preocupación en los mercados y están subiendo las tasas de interés? No, en general no. Si estamos hablando de un ciclo político, de un ciclo electoral, éste debe de pasar y el énfasis debe estar en los fundamentos, cuando ocurren elecciones —y cuando hay inquietudes o preocupaciones por las elecciones— nosotros no modificamos calificaciones.

El último caso pasó recientemente en México. Si bien estuvo complicado el tema electoral en ese país, no modificamos la calificación, ni siquiera modificamos la perspectiva, porque hay elecciones muy atípicas. En el caso de Ecuador hubo un cambio fundamental, entonces eso es más que un ciclo, eso define un nuevo rumbo y estamos viendo ahora las consecuencias. No sé en el caso de Nicaragua... ¿Será o no será? La moneda está en el aire, talvez más cargada a la izquierda que a la derecha; pero es una pregunta válida: ¿Es eso más que un ciclo y si es más que un ciclo se debe reflejar? ¿Si es nada más un ciclo o no? Por contrapartida, en Chile no nos importa quién salga electo porque al final es la misma historia y en gran medida eso ha sucedido también en Brasil. Si yo pienso en ese contexto: ¿Dónde está Guatemala? ¿Se acerca más a lo que es un ciclo? Si bien es importante saber quién va a ser presidente y tienen que ir a votar y cumplir con sus funciones cívicas: ¿Qué tan importante es para cambiar la calificación? Pues pensamos que no tanto porque existe un elemento de continuidad; eso es el “principio de las vacas”, por ver más allá del ciclo.

Tabla 6

II. VASO "MEDIO VACIO"

Calificaciones de Crédito deben ser **ROBUSTAS**

- ESCEPTICOS por naturaleza ; PESIMISTAS por obligación
- Escenarios de "Stress"
- Que puede ir mal? ...
 - Impacto
 - Respuesta

Moody's Investors Service

II. El vaso medio vacío. Está el dilema del vaso medio vacío o medio lleno. Para nosotros siempre está medio vacío. La función nuestra es pensar —y somos mal pensados en el buen sentido de la palabra—, siempre estamos pensando qué puede salir mal aquí; y cuando un asunto salga mal, qué impacto va a tener y cuál va a ser la capacidad de manejar esa situación. ¿Por qué? Porque las calificaciones deben ser robustas, deben aguantar cuando el ciclo se dé la vuelta. La calificación debe tener la capacidad del país, del Gobierno, para enfrentar eso sin que haya un deterioro

significativo, como dice ahí: “Escépticos por naturaleza, pesimistas por obligación”. Así somos en cualquier reunión con cualquier ministro o presidente del banco central. Nosotros no hacemos proyecciones; manejamos más bien escenarios de estrés. ¿Qué pasa si algo va mal? Eso es lo que nos interesa, si un asunto va bien pues honestamente no tiene caso. Uno de verdad conoce los créditos, conoce a los amigos cuando los negocios van mal, ahí se va a ver quién es de verdad el buen amigo, quién es de verdad el buen crédito; y cuando pensamos en qué puede ir mal, como lo decía, tratamos de medir el impacto y la respuesta: ese es el vaso medio vacío.

Tabla 7

III. MISS UNIVERSO

MOODY'S: Análisis **C R E D I T I C I O**

- Evaluar **Riesgo Crediticio**
- **RC = f (carga deuda, capacidad pago)**
- **Carga y/o Capacidad es consecuencia de ...**
- **Necesidad de establecer vínculos con RC**

Moody's Investors Service

III. Miss Universo. Aquí estamos hablando de análisis crediticio que tiene relación con elementos de deuda, de capacidad de pago y todo lo que está detrás; al final de cuentas, estamos tratando de evaluar el riesgo crediticio. Cuando hablamos de cualquier variable, del tema político, tenemos que establecer un vínculo entre el tema político y el riesgo crediticio: ¿Cómo afecta la carga de la deuda? ¿Cómo afecta la capacidad de pago? Todo tiene siempre que vincularse de una manera u otra con la parte crediticia, con la carga y la capacidad de pago; y por eso debemos establecer vínculos, éstos son los tres principios básicos.

De acuerdo con esto, en la tabla 8 pueden ver que las calificaciones involucran un enfoque global, no regional, comparativo; al final siempre estamos comparando unos países contra otros y lo que estamos diciendo es si un país está más o menos fuerte que el otro, ésta es la Biblia según Moody's. Aquí se encuentran más de 100 países, 50 indicadores, 10 años, eso es lo que vemos cada vez que nos

sentamos a discutir acerca de un país. Ésta es la Biblia y vemos todas las comparaciones que existen.

Tabla 8

Enfoque Analítico

- **Análisis Global Comparativo** basado en indicadores *(Biblia según Moody's)*
- **Evaluación de Aspectos Cuantitativos y Cualitativos**
- **Dos (2) DIMENSIONES**
 - Vertical; Horizontal
- **Dos (2) PLANOS**
 - Externo; Fiscal

Además de los números, también vemos la cuestión cualitativa. ¿Qué es lo cualitativo? De verdad cree uno en el compromiso de las autoridades para hacer “x” o “y”. ¿Cuál es la evaluación? ¿Cómo siente uno en el estómago la capacidad de respuesta cuando hay un problema? Si renuncia o si se muere un ministro, ¿afecta esto? ¿Qué elementos cuantitativos y cualitativos están de por medio? Esto es para verse en dos dimensiones, no sólo ver si el país mejora con el transcurrir del tiempo, sino para ver si mejora en relación con los otros. Tiene que haber un balance vertical a través del tiempo y también horizontal. Cuando voy a cualquier país, todos ellos por lo general hacen presentaciones y se ven a sí mismos a través del tiempo, y si están mejores ahora en relación con el ayer; es importante y también lo es cómo están en relación con otros países y, además, operar en dos planos: el externo y el fiscal.

El caso de Guatemala. ¿Cuál es su historia? Aquí están viendo indicadores de crecimiento: un crecimiento adecuado, razonable. La tabla 9 muestra inflaciones bajas, si algo identifica o caracteriza a Guatemala es la estabilidad macroeconómica y exportaciones moderadas. Aquí las exportaciones son todos los ingresos de cuenta corriente; están incluidos aquí el crecimiento, en lo que corresponde a remesas; déficit de cuenta corriente como porcentaje del PIB, entre 4% y 5%, que no son bajos, tiende a ser alto más en estos tiempos; y por último déficit fiscales relativamente bajos: entre 1% y 2%, éstos son indicadores macroeconómicos.

Tabla 9

GUATEMALA: Indicadores Económicos

		2002	2003	2004	2005	2006
PIB	(Tasa anual %)	3.9	2.5	3.2	3.5	4.9
Inflación	(Tasa anual %)	6.3	5.9	9.2	8.6	5.8
Exportaciones*	(Crec. anual %)	14.8	9.3	15.8	8.3	15.0

Tabal 10

GUATEMALA: Indicadores Crediticios

	2002	2003	2004	2005	2006
Deuda Ext./Exportaciones	105.1	97.3	93.3	85.2	80.1
Servicio DE/Exportaciones	6.1	6.4	6.3	5.5	4.9
Deuda Gob. / PIB	16.3	18.5	19.1	17.8	18.5
Deuda Gob. / Ing. Gob.	143.4	167.8	176.7	173.1	170.1
Deuda Gob. M.E. / Deuda Gob. Total	87	91	85	75	71

Los indicadores crediticios tienen relación con deuda, deuda externa total con respecto a exportaciones que ha ido bajando de 100 a 80; el servicio a los pagos de intereses y de capital sobre exportaciones relativamente bajó de 5%; deuda del Gobierno contra el PIB menos de 20%, que es bajo; deuda contra los ingresos, y más adelante veremos la diferencia. El punto es que mientras otros indicadores habían estado bien, éste está bajando de 100 a 80; acá —digamos después de este período— ha estado más o menos estable; y, por último, la composición por moneda ha mejorado, una buena parte de la deuda del Gobierno era en moneda extranjera, ahora una tercera parte es en moneda local; pero esto tiene que ser visto en términos relativos, esto es lo que acaban de ver ustedes para Guatemala. Crecimiento promedio para estos años 3-6, pero Guatemala está en el grupo de **Ba** (si se vuelve a la tabla

1). ¿Cómo se comportaron los **Ba** durante este período? El crecimiento promedio del grupo **Ba** —y hay **Ba fuerte**, **Ba débil** y un **Ba promedio**— que es como de 6%, lo cual quiere decir que están creciendo más fuerte las economías en promedio del grupo **Ba** que la de Guatemala.

En cuanto a las exportaciones, como se ilustró dos láminas atrás, el promedio —incluyendo todos los ingresos de cuenta corriente— es más o menos 10%; el resto de **Ba**, casi 20%; si uno ve Latinoamérica y piensa en los últimos dos o tres años, el parámetro de crecimiento de las exportaciones, sólo en Latinoamérica, anda en alrededor de 20%; ése es el crecimiento en promedio de muchos países, algunos se van para abajo, pueden ver aquí para 2005 y 2006, en el caso de **Ba**, en 22 - 25 están creciendo más las exportaciones que en Guatemala (Deuda externa/exportaciones). Aquí debe hacerse una observación importante: como les dije, la deuda externa/exportaciones había bajado de 100 a 80; aspecto interesante en el 2002, los números estaban a favor de Guatemala, pues estaba abajo del promedio.

Sin embargo, ahora está igual que el promedio (80%) a pesar de que Guatemala ha mejorado. ¿Por qué? Porque en conjunto los otros países han mejorado más, porque en conjunto han crecido más la exportaciones. Es un aspecto importante porque la calificación no es únicamente horizontal (hoy respecto de ayer, en donde había un *gap* de 25), sino también vertical, es decir: respecto del promedio; y aquí no hay *gap*, ahora se ve como un promedio, que es una ironía porque ha mejorado.

Tabla 11

Deuda Externa / Exportaciones* (Guatemala vs. Ba)					
	2002	2003	2004	2005	2006
Guatemala	105	97	93	85	80
Ba	133	120	103	85	80

Tabla 12

Deuda Gobierno / PIB (Guatemala vs. Ba)					
	2002	2003	2004	2005	2006
Guatemala	16.3	18.5	19.1	17.8	18.5
Ba	55.8	55.3	53.6	51.1	48.7

Tabla 13

Ingresos Gob. / PIB (Guatemala vs. Ba)					
	2002	2003	2004	2005	2006
Guatemala	11.4	11.0	10.8	10.3	10.9
Ba	22.4	22.9	23.0	23.3	26.2

Las láminas anteriores Deuda/PIB: en 2006 menos de 20; el resto de años, mucho más alta, mucho mejor. El problema en el caso de Guatemala nunca ha sido que la relación Deuda/PIB haya sido alta, siempre ha sido sustancialmente menor; el problema acá ha sido la cuestión de ingresos, que son bajos con respecto al PIB y, a pesar de que los Acuerdos de Paz establecieron la meta de llegar a 12%, se batalla y no es que no exista la intención, pero hay factores que lo impiden y aquí, si uno ve el grupo como un todo, los ingresos son el doble en términos de PIB o más del doble de lo que es en el caso de Guatemala; al final estamos hablando de capacidad de pago y eso es un elemento importante.

Cuando uno ve el siguiente indicador: Deuda contra ingresos, éste se ha mantenido, subió un poco pero se ha mantenido en alrededor de 170, de nueva cuenta es mejor que el grupo; pero si ven aquí (tabla 14) antes había un *gap* de 100 puntos, 147, 144; ahora hay un *gap* de 25 puntos; y para ser honestos: en las proyecciones (que tenemos para el grupo **Ba** para el 2007–2008) este número va a seguir bajando. No sé si llegará a 170 pero va a seguir bajando, si bien se veía claramente más fuerte antes a Guatemala, y esto es incorporando ya la cuestión de ingresos del resto, ahora es marginalmente mejor, han venido mejorando más otros países.

Tabla 14

Deuda Gobierno / Ingresos Gob. (Guatemala vs. Ba)					
	2002	2003	2004	2005	2006
Guatemala	143	168	177	173	170
Ba	244	238	231	217	195

Las calificaciones son relativas y éste es un punto importante a considerar. La deuda del Gobierno: ¿ha mejorado?, la mayor parte era en moneda extranjera, ahora sigue siendo la mayor parte, pero hay una tercera parte que está en moneda local. Hemos visto que los países del grupo —y éstos no son países del grado de inversión— antes eran más de la mitad y ahora son menos de la mitad, han mejorado. Aquí tenía una diferencia en contra de Guatemala, sigue estando la diferencia, pero más importante: vea que para muchos de los países de estas categorías (y aquí tengan presente que hay países asiáticos, europeos, etcétera, no estoy hablando de la región) es menos de la mitad o la mitad; tienen más balanceados los riesgos que mencionaba antes Fergus McCormick, que debe reconocerse: existe, pero más balanceada.

Terminando ya: Guatemala **Ba2**; aquí les voy a pedir su atención porque puede ser confuso. **Ba2** es la calificación actual que tenemos para los bonos del Gobierno guate-

malteco en moneda extranjera y tienen un *outlook* positivo porque pensamos que ha habido una mejora en los indicadores externos. No aparece aquí: **Ba2**, calificación de bonos en moneda extranjera; **Ba1** es la calificación de los bonos del Gobierno en moneda local; nosotros tenemos una calificación en moneda local para Guatemala que es superior a la de moneda extranjera y está aquí, en moneda local, el Gobierno está apenas abajito de la raya de grado de inversión: aquí, moneda extranjera; aquí, moneda local; estamos en este momento con un *outlook* (perspectiva) positivo. Es posible que si la situación sigue mejorando, eventualmente se revise la calificación y eso pudiera llevar en el futuro a una calificación más alta. Puede ser que en el futuro terminen las dos calificaciones en **Ba1**, por ahora la moneda local está aquí y la moneda extranjera está acá.

Tabla 15

Latinoamérica: Calificaciones Soberanas (Deuda Gobierno)		
Chile	A2	Estable
México	Baa1	Estable
El Salvador	Baa3	Estable
Costa Rica	Ba1	Estable
GUATEMALA	Ba2	POSITIVO
Brasil	Ba2	R.U.R.
Colombia	Ba2	Estable
Peru	Ba3	R.U.R.
Honduras	B2	Estable

Algunas otras referencias: Chile y México en grado de inversión, siempre sale el punto; El Salvador, nosotros lo tenemos en grado de inversión, creo somos los únicos que lo tenemos en grado de inversión, siempre lo hemos tenido en grado de inversión, apenas arriba de la raya (tabla 15), arriba de Guatemala tenemos a Costa Rica que, sin embargo, tiene un *outlook* estable; mientras que para Guatemala, es positivo; y ahora en el grupo —ahí cercanos están Brasil y Colombia, que tienen **Ba2**, aun cuando RUR quiere decir *Reading Under Review*— estamos revisando la calificación de Brasil, Colombia está estable, tiene la misma calificación que Guatemala, pero está revisándose, pero ahora tiene una calificación inferior a un escalón a la de Guatemala, y Honduras que está en la categoría de **B**; no verifiqué Nicaragua pero está por abajo.

Esto en resumen fue un recorrido más o menos rápido porque es un tema muy complejo. Vemos fortalezas bien definidas respecto a Guatemala y esto indirectamente está reflejado en las calificaciones. Como les decía: la calificación en moneda local está apenas abajo del grado de inversión y tiene un *outlook* positivo lo que es moneda extranjera. La principal fortaleza está relacionada con el marco de estabilidad macroeconómica que existe aquí, que ha existido por mucho tiempo; un aspecto de las cifras macro de Guatemala es que son aburridas, en el buen sentido de la palabra, porque están más o menos siempre igual; no hay cambios; no hay giros importantes y claramente dentro de esto lo que ha venido haciendo y continúa haciendo el Banco Central es fundamental en términos de esta estabilidad macroeconómica; y eso es el cimiento de muchos fenómenos relacionados con el desempeño económico general y crediticio en particular. Además, las deudas y las cargas de deudas son relativamente bajas. Una nota ahí nada más: debe reconocerse que para algunos países pequeños (centroamericanos o caribeños) las cargas de deudas han sido bajas; si quitan los casos extremos de Nicaragua, o de Honduras en su momento, porque han tenido relativamente poco acceso a los mercados, son los países que regularmente tienen acceso a mercados como Brasil, Colombia y México. Tenían más capacidad de endeudarse, ha sido más difícil tradicionalmente para economías pequeñas participar en esos mercados, estas opciones se han abierto más en las últimas fechas. Las debilidades, creo, son más de índole, por poner alguna etiqueta, estructural; son algunas limitantes, la más obvia, evidente y más común, corresponde a la cuestión de ingresos del Gobierno y el cual es un punto importante, como pudieron ver: el nivel de ingresos con respecto al PIB es la mitad o menos de la mitad de lo que se ve en el grupo de referencia.

Una de las debilidades o limitantes está relacionada con una economía pequeña, la diversidad de la base económica; economías más grandes tienen mayor capacidad de diversificarse en términos de productos, y de sectores; ése es un reto y una dificultad estructural que enfrentan las economías pequeñas. Tal vez yo no lo pondría como debilidad, pero sí como interrogantes sobre el sistema bancario por los incidentes recientes, que si bien no condujeron a una situación crítica o extrema, de todas maneras estos problemas señalan la existencia de temas que deben atenderse, sobre todo los correspondientes a la parte *off shore*, a todas esas cuentas que pueden estar ahí escondidas. Fergus hablaba de las contingencias, en un momento dado

contingencias que pudieran surgir, en caso que después hubiera alguna otra sorpresa. Lo hemos visto en algunos países caribeños; el caso extremo reciente ha sido República Dominicana, pero siempre es un tema de mucho cuidado el correspondiente a la banca. Por último, debo decir que la referencia básica de ubicación de la calificación del país y del Gobierno está volviendo las calificaciones al nivel de **Ba**, anotando que claramente los niveles que tenemos ahora y los que se pudieran ver más adelante en el perfil crediticio de Guatemala, que si bien ahora no es acorde con lo que es inversión, tiene tintes que lo ubican entre la categoría de los fuertes de los **Ba1**. Esto es más o menos una versión de cómo tratamos de ver a Guatemala desde el punto de vista crediticio y cómo reflejamos eso en nuestras calificaciones. Muchas Gracias.

Sesión de preguntas y respuestas

Jorge del Cid: Gracias, señor Leos, por su exposición, sobre todo por el enfoque práctico y metodológico utilizado. Tenemos un par de preguntas orientadas a aclarar con puntualidad si existe alguna diferencia entre los elementos que considera Moody's para emitir una calificación crediticia o una calificación de riesgo soberano versus una calificación de riesgo país.

Mauro Leos: Tal vez en la terminología nuestra existen dos elementos: la calificación del Gobierno o de los bonos del Gobierno y el techo país, el *country ceiling* que, si desean, lo pueden calificar como riesgo país. Qué distinción hacemos nosotros (existe un documento metodológico que explica esto). El punto de partida para nosotros es la calificación del Gobierno, de los títulos del Gobierno en moneda extranjera y en moneda local, dentro del cual se incorporan los indicadores fiscales y los indicadores externos; y esto trata Moody's de determinar viendo dónde se ubica **Ba1**, 2, 3, en fin; una vez se tiene definida cuál es la calificación del Gobierno, cuáles son los riesgos asociados a eso. La segunda pregunta es —en caso llegara a haber un problema crediticio con el Gobierno— cuál sería la actitud del Gobierno en el sentido que impondría restricciones a otros emisores para efectuar pagos en moneda extranjera. Este asunto también lo cubrió Fergus en su presentación. Tomando en cuenta los comportamientos que hemos visto durante el tiempo, análisis, comparativos entre diferentes países, tratamos de evaluar o identificar ese riesgo como un riesgo alto, moderado y bajo y de acuerdo con eso, a través de las matrices que tenemos, definimos si llega a

haber un problema en el caso del Gobierno qué puede representar eso para otros emisores en cuanto a su capacidad de continuar pagando deuda en moneda extranjera. En la práctica, cuando hicimos este cambio —aproximadamente hace dos años— nos llevó a diferenciar las calificaciones del Gobierno de los techos país; anteriormente había una entidad entre calificación Gobierno y techo país, bajo la idea que nadie podía tener una calificación mejor que el Gobierno en moneda extranjera. Cuando incorporamos el concepto de moratoria (probabilidad de que el Gobierno imponga una moratoria que no siempre es 100%) pudimos separar y, de hecho, hemos separado la calificación del Gobierno del techo país.

En la mayor parte de casos, el *gap* que se creó en moneda extranjera es de un nivel; así aplica en el caso de Guatemala, no está ahí la lámina, pero si recuerdan la calificación del Gobierno en moneda extranjera es **Ba2**, el techo país en moneda extranjera es **Ba1**, es decir: consideramos que pudiera haber, en el caso de Guatemala, emisores en moneda extranjera que en un momento dado tuvieran la calificación superior al Gobierno. En la medida que sus fundamentos lo incorporen, hacemos una distinción entre Gobierno y países y, por lo general, eso lleva involucrado un *gap* de uno. Entre los casos extremos está México que tiene una diferencia de tres entre la calificación del Gobierno y el techo país, debido al tema del NAFTA o, si lo quieren ver así, de la integración tan amplia y tan profunda, desde el punto de vista financiero, que existe en México, lo cual me lleva a pensar que —aun en el caso remoto que el Gobierno tuviera un problema— entonces sería mucho menos probable que el Gobierno impusiera una moratoria de pagos. Por lo general es un escalón de diferencia, en el caso de Guatemala **Ba2** para el Gobierno, **Ba1** para el país.

Jorge del Cid: Tomando en cuenta lo dicho sobre que la calificación de riesgo soberano descansa sobre la evaluación de la capacidad y la voluntad de un Gobierno central para cubrir oportunamente y en su totalidad los pagos del principal e intereses de los bonos que emite, se dice o se entiende que la capacidad se mide por indicadores cuantitativos y la voluntad de pago es más un problema vinculado a lo político. En ese sentido la pregunta es: ¿Con qué frecuencia deberían revisarse las calificaciones de riesgo soberano de un país y qué peso tiene la medición del riesgo político en esa ecuación?

Mauro Leos: Ustedes revisan la calificación a cada tres meses, a cada seis meses, un año; la norma es que una calificación, si bien existe un monitoreo continuo, se revise periódicamente. Funciona un comité para discutir si se tiene que modificar la calificación cuando en opinión del analista existen cambios de una magnitud tal que ameritan traerlo a la atención de un comité. Cito dos casos: México no era grado de inversión y lo logró, pero antes de lograrlo tuvo una calificación similar a la actual de Guatemala: **Ba2**. México fue calificación **Ba2** por diez años y cuando uno pensaba en un **Ba2** uno decía es algo así como México, porque era el que siempre había estado ahí y después se empezó a mover. ¿Cuándo se empezó a mover? Cuando comienzan a ocurrir estos hechos: a) implementación del NAFTA, b) cambios en el Banco Central; es decir: se creó un Banco Central que actuó como un Banco Central autónomo, c) apertura de la economía, d) cuando se movieron diferentes elementos y entonces se empezó a mover.

Otro ejemplo es Costa Rica con calificación, en este momento, de un nivel arriba de Guatemala. La calificación de Costa Rica (**Ba1 estable**) tiene más o menos diez años y no la hemos movido; en un momento dado le asignamos un *outlook* negativo, pero ahora está estable y no se ha movido. ¿Cuándo se tienen que mover las calificaciones? Se toma esa decisión cuando existen cambios de fondo, cambios en los fundamentos; que en términos relativos, de suma importancia, señalan que la calificación se está moviendo de una familia hacia otras. Si bien se discuten y se monitorean, no necesariamente implica que se vayan a modificar, sobre todo como ha estado sucediendo recientemente. Éste es el problema que tengo ahora con la región, en el buen sentido de la palabra, a cualquier país que voy la presentación es más o menos la misma, y la presentación es ésta: en los últimos tres años hemos estado creciendo a tasa récord, las exportaciones están mostrando una dinámica nunca antes observada, las reservas internacionales están sin precedente en cualquier país de la región, digo la región centroamericana. Sudamérica es la misma presentación en todos lados; y es cierto: los números pueden ir a Uruguay, vienen acá, van a Brasil; Colombia es la misma historia. Entonces uno se pregunta: ¿Por qué estoy escuchando lo mismo en todos lados? Independiente o adicionalmente a las políticas que están implementando los Gobiernos, algunos más conservadora y disciplinadamente que otros, hay un elemento interrogante: ¿Qué los está ayudando o elevando? ¿Existe un ciclo internacional de crecimiento de liquidez de comités que los está ayu-

dando? Como la calificación debe ser un ranking relativo, el hecho que un país esté mejorando por sí solo, no significa que se deba de mejorar o cambiar hacia otra familia. Se debería mover si está mejorando más, o más rápido, de lo que están mejorando los otros países porque éstos al final son ranking relativos. Hemos tenido discusiones continuas y recientes sobre créditos latinoamericanos, los hemos estado moviendo. Una prueba es con el caso de Guatemala: por muchos años el *outlook* estuvo estable a pesar de que había mejoras, lo hemos modificado después de una consulta con las autoridades. Tuvimos nuestro comité a finales del año, dependiendo de la evolución es posible que debamos determinar si estas mejoras son de fondo y si ahora Guatemala se está viendo más como un **Ba1** que como un **Ba2**, pero no existe un *timing* específico, se relaciona con el movimiento que se está dando, las tendencias que se están registrando porque al final de cuentas —como lo dije en el principio de las vacas— tiene que ver con fundamentos y con lo del mediano plazo.

Jorge del Cid: Gracias. La preocupación es nuevamente el tema político. Se menciona el caso de decisiones de Gobierno como las de Venezuela y otros ambientes políticos como los de Costa Rica y El Salvador, la pregunta es: ¿Cómo percibe la Agencia las diferencias entre estos países y posiblemente con Guatemala, también en el tema de la estabilidad política?

Mauro Leos: Primera aclaración: no somos analistas políticos, somos analistas de crédito y, por lo tanto, cuando vemos el tema político como lo planteé tenemos que ver cómo vincular el tema político con el tema crediticio. Por lo general el vínculo es obvio, pero existen dos vínculos: uno es por medio de política económica, en qué medida el tema político está afectando o puede tener un impacto fundamental real en la dirección de la política económica. El segundo es si el tema político tiene un impacto en las expectativas porque en ocasiones si bien pudiera ser el caso que no haya un cambio de fondo, si el mercado tiene temor de que lo haya puede reaccionar en manera consecuente y puede poner una prueba muy seria y severa a un país. Un ejemplo: Brasil en la primera elección de Lula; no sé si recuerdan pero era el caos antes de la elección porque venía el “demonio”, venía Lula. Los *spreads* (márgenes) de Brasil se dispararon a más de mil puntos base. Si ustedes calcularan la calificación que debió haber tenido Brasil con base a esos *spreads*, habría sido una **C bajísima**, roja allá en el fondo de la escala. ¿Qué hicimos?

Lo teníamos en **B1** y lo bajamos a **B2** que honestamente no es mucho. ¿Por qué lo bajamos? Porque nos preocupaba: qué estaban haciendo los mercados y la capacidad que iban a tener el país y el Gobierno para enfrentar esa situación. Honestamente no nos preocupaba tanto Lula porque teníamos años, literalmente, reuniéndonos en cada visita con la gente del Partido de los Trabajadores y teníamos una idea, según nosotros, de qué iba a pasar o qué hecho tendría probabilidad de suceder. El hecho fue más o menos en línea con nuestras previsiones en el sentido que en el fondo no hubo un cambio en realidad y los *spreads* subieron y bajaron, de hecho ahora los *spreads* ya se cayeron, y lo que hizo el mercado es que nosotros estamos atrás, pero antes también estábamos más conservadores. Debe ocurrir un cambio de fondo; si me piden que compare con Venezuela, es muy fácil comparar porque no creo que haya. También están Bolivia y Ecuador; si uno piensa en un caso extremo: ése es Venezuela. Tiene que haber un cambio en el diseño y en la visión de la política económica por la parte política para que eso se refleje en nuestra calificación; si no, no. Tendría que haber un shock importante a través de expectativas y preocupaciones de mercado para que pudiera o pusieran en entredicho el crédito; si no, no. Si se ponen a pensar lo político, lo crediticio, la parte de política económica, el otro punto que está aquí en medio son las instituciones, es decir: los contrapesos, en qué medida es importante o no, como digo yo, qué tan importante es el apellido, el factor del apellido, me interesa cómo se apellida el Presidente de la República, cómo se apellida el Presidente del Banco Central, a qué partido pertenece. Si no me preocupan los apellidos quiere decir que existen instituciones, quiere decir que hay continuidad. Si bien puede haber ruido político, a pesar del ruido político, si en nuestra opinión se mantiene el rumbo, no debe haber un cambio. Déjenme cerrar con este ejemplo: la última elección en Perú, al principio había mucha inquietud, particularmente entre los peruanos de que Alan García fuera electo, antes de que apareciera Humala. La preocupación era porque se acordaban qué había pasado la última vez. Nosotros nunca estuvimos preocupados por Alan García porque pensamos que había elementos suficientes para pensar que él había cambiado, el partido había cambiado, pero más importante: había ciertos elementos, ciertos contrapesos, algunos talvez extrainstitucionales, que garantizaban más o menos continuidad. Nos inquietamos cuando surgió Humala pero no con Alan García. En la medida que las instituciones, en la medida que los contrapesos sean más fuertes, esto tiende a menguar el posible impacto del

tema político; y si bien puede haber inquietudes por ciclos electorales, en el fondo en la medida que las instituciones estén fuertes eso no cambia o no debería haber cambio de rumbo y, por lo tanto, no afecta la calificación.

Jorge del Cid: Nuevamente agradecemos el enfoque práctico que ha utilizado en sus exposiciones, vamos a cerrar acá la exposición de Mauro Leos en representación de Moody's Investors Service y las preguntas no abordadas serán trasladadas para la mesa redonda al final de estas sesiones. Muchas Gracias.

Causas y efectos de la medición del riesgo-país en una economía pequeña y abierta

Francisco Suárez

Johnny Gramajo: ** Damas y caballeros, buenos días; es para mí un honor presentar en este XVI Ciclo de Jornadas Económicas, al licenciado Francisco Suárez: economista del Instituto Tecnológico Autónomo de México (ITAM), con estudios avanzados en Finanzas Corporativas, Análisis Financiero y Administración de Inversiones. El licenciado Suárez es actualmente Director Asociado de Calificaciones de Servicios Financieros de Standard & Poor's, sede ciudad de México; con experiencia en calificaciones de calidad crediticia y riesgo de volatilidad para fondos de deuda en México. Asimismo, cuenta con amplia experiencia en la calificación de servicios financieros de entidades hipotecarias en México, de entidades gubernamentales relacionadas con vivienda, de bancos corporativos, de casas de bolsa en México y, especialmente, de bancos guatemaltecos. Fue Subdirector de Análisis y Estrategia de la Casa de Bolsa del Grupo Financiero BANORTE, ciudad de México. El licenciado Suárez es responsable de calificar a dos bancos guatemaltecos, y ello indudablemente redundará en nuestro beneficio en el transcurso de su exposición: "Causas y efectos de la medición del riesgo-país en una economía pequeña y abierta".*

Buenos días. Muchas gracias, es un honor estar aquí con ustedes. Es importante señalar algunos temas básicos de mi presentación. La primera pregunta que podrían hacerse es: ¿Por qué no vino alguien del equipo que califica

el riesgo soberano por parte de *Standard & Poor's*? Esto tendrá relación con un tema que será parte de las conclusiones al final de la presentación y que deriva en lo siguiente: tradicionalmente el rumbo de las calificaciones de riesgo soberano, cuando éste está por debajo del grado de inversión, está íntimamente ligado con lo que está pasando con el desarrollo del sistema financiero en un país determinado que, para el caso de Guatemala, es uno de los factores que se está siguiendo. Los acontecimientos que se han dado desde el año pasado son importantes y en ese sentido asociar el futuro de las instituciones financieras con el desarrollo de las mismas, la consolidación del sistema y su fortalecimiento, está íntimamente ligado también con lo que pueda estar pasando con las calificaciones de riesgo soberano. En cuanto a la presentación es necesario hacer referencia a algunas definiciones. ¿Dónde están las calificaciones en estos momentos? Debe brindarse un panorama general. Mauro Leos lo hizo bien al comparar que se trata de un concurso de "Miss Universo". Sí, hay algo de esto. Vamos a ver ciertos temas que son regionales, en donde se tiene que competir y veremos esto aterrizando al caso de Guatemala. Entonces, el orden de las ideas es partir de las definiciones mediante un contexto global y luego regional, para después desarrollar el caso de Guatemala.

Me referiré a algunas definiciones básicas, una de ellas es la calificación de deuda soberana, la cual está relacionada con dos dimensiones importantes: la capacidad y la voluntad de pago oportuno; éstas son palabras clave. ¿Dónde ubicamos el riesgo-país dentro de nuestro proceso

* Director del Departamento de Estudios Económicos del Banco de Guatemala

de análisis para determinar una calificación soberana? En *Standard & Poor's* creemos que el elemento de riesgo-país, entendido en un sentido muy amplio como el clima de los negocios, es parte crucial del análisis que se hace para determinar y asignar una calificación soberana. En tal sentido, deben hacerse algunas definiciones: la calificación soberana está relacionada más con el tema de la capacidad de pagar oportunamente los compromisos y riesgo-país tiene más vínculo con el clima de los negocios en un sentido amplio. Si bien existe cierta correlación entre el riesgo-país y las calificaciones soberanas, es importante aclarar que muchas veces puede haber ciertas diferencias; un ejemplo de ello podría ser Venezuela. Dicho país, obviamente con los actuales precios del petróleo, con las fortalezas intrínsecas que tiene el crédito, tiene actualmente bajo la óptica de *Standard & Poor's* una calificación de doble B menos (BB-). Claramente el clima de los negocios en dicho país ha estado en franco deterioro; estos factores observados en el riesgo de crédito tiene que ver mucho con elementos un poco más cualitativos en términos de un sistema regulatorio fortalecido, educación, tecnología y la difusión de la misma; y de cómo este arreglo institucional puede estar permitiendo, como Mauro lo presentó muy bien, que el tema político sea luego un factor secundario. ¿Qué estoy presentando aquí? Es un poco la idea de lo que indican las calificaciones; creemos como importante, en la prueba última, que realicemos hechos consistentes con el mercado y lo que ilustra la gráfica 1 es básicamente lo siguiente.

Gráfica 1

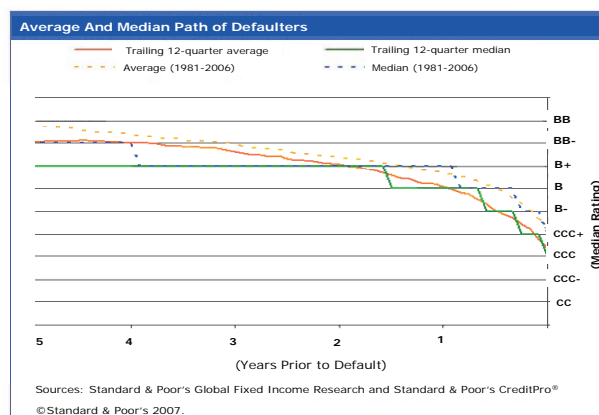
Sovereign Foreign Currency Average One-Year Transition Rates, 1975-2006*									
Rating one year later (%)									
Rating as of January 1	# of counts	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC/CC	RD
AAA	375	97.9	2.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
AA	219	3.7	94.1	1.4	0.0	0.5	0.5	0.0	0.0
A	190	0.0	3.2	94.7	2.1	0.0	0.0	0.0	0.0
BBB	174	0.0	0.0	8.6	87.4	2.9	1.1	0.0	0.0
BB	202	0.0	0.0	0.0	6.4	86.1	5.0	1.5	1.0
B	154	0.0	0.0	0.0	0.0	11.0	63.1	3.9	1.9
CCC/CC	17	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	17.6	41.2	41.2

*Implied senior debt rating through 1995; sovereign credit ratings thereafter. Source: Standard & Poor's Sovereign Ratings, Standard & Poor's Risk Solutions CreditPro® 7.0.

Se trata de ver qué pasa con las calificaciones y cuál es su perspectiva de evolución. En este caso, un año después de haber sido asignadas: ¿Cuál es la probabilidad de que éstas mejoren o empeoren su calidad crediticia? O, inclusive, como en algunos casos vamos a ver aquellas calificaciones

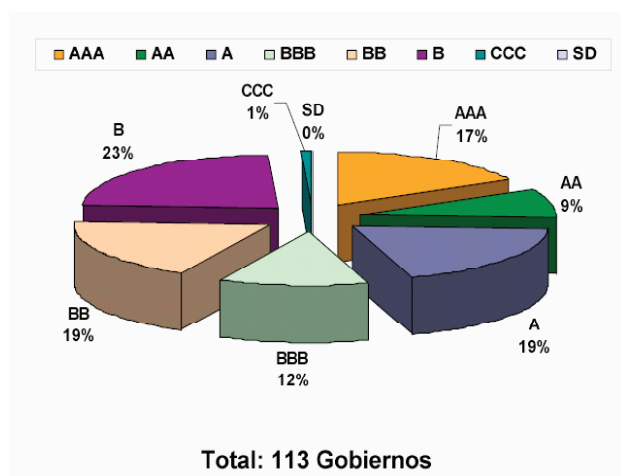
que en la parte de la primera columna —donde viene las calificaciones de triple C (CCC) y doble C (CC)—, vean ustedes cómo para aquellas calificaciones, que eran CCC en su momento, al primer año después de haber obtenido esa calificación, pues casi la mitad estuvo enfrentando problemas de incumplimiento. ¿Qué pasa si esto lo extendemos para un horizonte de 5 años? Encontramos algunos patrones que se repiten; en las escalas elevadas de la calificación, las mismas tienden a ser más estables, la probabilidad de que sigan en un rango elevado, es más alta. Sin embargo, no todas las calificaciones tienden a mantenerse a medida que se observa el horizonte de inversión desde el punto de vista de los inversionistas. Éste es el resumen, en general, de lo que está pasando, muchas veces en el *argot* financiero se habla de riesgo-país, una alternativa es verlo como el diferencial adicional que se está pagando por un determinado activo. Aquí lo que estamos haciendo es observar cómo evolucionan las calificaciones soberanas en un horizonte que va de 1 a 10 años y cómo, dependiendo de dónde se parta de las calificaciones, cambia la probabilidad de incumplimiento. Por ejemplo, se puede ver que para las calificaciones de un bono en doble B (BB), con una duración o vencimiento de 10 años, cerca del 20% de los mismos van a presentar un problema de incumplimiento. Lo anterior también es válido para aquellos bonos que están en ruta del incumplimiento, lo que nos da una idea de cómo el inversionista puede estar evaluando un deterioro: por ejemplo, si compro un bono calificado BB, BB- ó B+, si éste estuviera en una ruta de incumplimiento, ¿cuánto tiempo tardaría en que esto ocurriera? Así, en el caso de una calificación BB-, si emito la misma hoy, lo que indica la gráfica 2 es que tardaría cuatro años en ocurrir el incumplimiento.

Gráfica 2



Entonces la pregunta real es: ¿Por qué me he referido a todo esto? Porque tiene que ver con algunas conclusiones en general; una de las importantes es: ¿Las calificaciones son buenas predictoras de la probabilidad de incumplimiento de los activos? El grado de inversión es muy importante porque sí se distingue un comportamiento muy distinto de aquellos activos financieros que están en ese rango de grado de inversión, respecto a los que no son grado de inversión. Otro de los temas relevantes es que aquellas calificaciones, ubicadas en B, podrían tener grandes problemas futuros si ocurren dos situaciones: primero, si los mercados dejan de tener la liquidez que hemos estado observando; y, segundo, si el ritmo del crecimiento económico global se deteriora. ¿Cuáles son los temas clave en el contexto de cómo evolucionarán las calificaciones? Como lo señalábamos, lo anterior se relaciona con los temas de crecimiento económico, precios de materias primas (*commodities*) y la liquidez de los mercados financieros internacionales. Obviamente estamos conscientes de que puede haber temas geopolíticos importantes o desajustes globales. Actualmente la situación de los 113 Gobiernos (gráfica 3) que califica *Standard & Poor's*, en términos generales es que la mayoría está en la sección de la tierra prometida, es decir, grado de inversión.

Gráfica 3



El panorama de la región es que se están elevando las calificaciones, como el caso de Chile que tiene una perspectiva positiva y está calificado en A; luego se va al nivel más bajo: Ecuador, que es CCC, con una perspectiva negativa. En el caso de Guatemala, está junto a Venezuela (gráfica 4).

Gráfica 4



Éste es un claro ejemplo de por qué es importante abordar el tema de la distinción entre la calificación soberana y el riesgo-país. Evidentemente el riesgo-país, entendido de nuevo como el clima general para hacer negocios en Venezuela, deja mucho que desear respecto de aquél que tiene Guatemala; sin embargo, la capacidad de pago de obligaciones en tiempo y forma, por parte de Venezuela, permite que no exista mucha diferencia respecto a la calificación actual de Guatemala. Ahora veamos el contexto regional (Centroamérica y República Dominicana). Por qué: porque existe un tema importante relacionado con el DR-CAFTA. Observen dónde están comparativamente las calificaciones de los países y dónde ubicamos a Guatemala en la región. Los grandes temas importantes son los cuatro que ha señalado el equipo de riesgo soberano que podrían estar determinando en el futuro cómo podrían moverse las calificaciones.

El primer tema: ¿Hasta dónde es sostenible el crecimiento económico que estamos observando? ¿Hasta qué punto es más que un momento de un ciclo? y en esos fundamentos juega un rol importante el DR-CAFTA, el cual, sin embargo, no es suficiente, dado que el fondo tiene que ver con posibilitar la integración regional, lo cual está muy ligado el tema de infraestructura. En nuestros países (incluyo a México) siempre tenemos grandes dificultades respecto de cómo generar conciencia suficiente para hacer y reducir la dependencia ante factores externos, depender menos de los ciclos económicos y, bueno, parte de la tarea y de los retos, que enfrenta la región y también Guatemala, es en el contexto del DR-CAFTA. ¿Cómo potenciar este acuerdo y de alguna manera reducir la dependencia a los

ciclos? Igualmente esencial es el tema de la flexibilidad fiscal y también el orden de precios. El último punto es muy importante, ¿Cómo mejorar la competitividad? ¿Qué es competitividad? Esto tiene mucho vínculo con el riesgo-país, tiene que ver con cómo posibilitar, no solamente infraestructura básica para potenciar a un país determinado, sino también con factores como: educación, sistemas regulatorios y el derecho de propiedad que le da el valor colateral.

En ese sentido, el cuadro 1 se refiere al riesgo-país — insisto: existe diferencia entre riesgo-país, desde la óptica de *Standard & Poor's*, y la calificación soberana—; si bien existe una correlación entre ambas, el riesgo-país se refiere a cómo se ve el clima general de los negocios y cuál es la clasificación actual entre los países; en este caso entre los países seleccionados. ¿Cuánto cuesta para cualquier entidad hacer un negocio en un país? Esto está relacionado no solamente con los tiempos, sino también con la certidumbre jurídica y con la generación de un ambiente que posibilite un mejor clima para los negocios, en donde los factores educación y tecnología son importantes. Además, en cómo se puede difundir esta tecnología en todo el país, así como en una estructura social y por ello estamos refiriéndonos ya a un marco institucional que es el arreglo básico con el cual se puede posibilitar un mejor clima de negocios, lo cual es crucial. Ahora veamos las clasificaciones de la región. ¿Qué países están en la categoría de BB? (cuadro 1). Pero también vamos a pensar en la tierra prometida, es decir: cómo se comparan con la mediana de los países que ya tienen grado de inversión y actualmente están en la categoría de la BBB (gráfica 4). Nuevamente, éste es un tema que ha sido recurrente, en general, en cuanto a disciplina fiscal; comparativamente, Guatemala se ve muy bien respecto de toda la región (cuadro 1) y se va ajustando a la mediana de su categoría; vean en el cuadro 1 cómo se compara con las calificaciones BBB (gráfica 4).

Cuadro 1

- EL SALVADOR (BB+/Estable)
- PANAMÁ (BB/Positiva)
- COSTA RICA (BB/ Estable)
- GUATEMALA (BB/ Estable)
- REPÚBLICA DOMINICANA (B/ Positiva)
- BELICE (B/ Estable)
- HONDURAS (No calificada por S&P)
- NICARAGUA (No calificada por S&P)

En la deuda pública, respecto de los ingresos, también vemos cómo de alguna manera Guatemala se compara favorablemente respecto de estas otras economías de la región, calificadas por nosotros. Sin embargo, todavía queda un poco por hacer para llegar a grado de inversión. Aquí está el problema: el tema fiscal. En cuanto al tema fiscal existe un reconocimiento a la disciplina, a la prudencia con la que se manejan las finanzas públicas; no obstante, el reto es cómo posibilitar que el Gobierno tenga más recursos para enfrentar los problemas clave que tiene el país. Vean que lamentablemente se compara muy desfavorablemente, no sólo respecto de la región, sino con la mediana de los países que están en la categoría de BB y obviamente es más difícil para llegar a BBB (gráfica 4 y cuadro 1). Aquí es importante un ejemplo muy burdo pero ilustrativo: el potencial de Guatemala para desarrollar toda la industria turística es maravilloso; en mi opinión puede ser mucho mejor que lo hecho por Costa Rica; la oferta potencial de Guatemala es más rica y más amplia en todos los sentidos. Sin embargo, se pagan US\$3.00, si mal no recuerdo, para hacer uso del aeropuerto aquí en Guatemala, mientras en Costa Rica se pagan US\$20.00. Si se pagan US\$3.00 y luego me dicen que se pagarán US\$10.00 ó US\$20.00, eso no va a inhibir mi deseo por conocer este país. Éste es un ejemplo ilustrativo de cómo, si bien nadie obviamente quiere pagar más impuestos, hay bastante holgura y muchas herramientas para mejorar los ingresos tributarios.

Si bien es cierto que el endeudamiento del Gobierno es muy prudente y se compara favorablemente con la región, incluso hasta con los países que ya tienen grado de inversión, también lo es que esto no es más que el espejo de la poca capacidad del Gobierno para recaudar ingresos y bueno lo

que todo el mundo quiere saber en general: ¿Qué se ve a futuro? ¿Cómo podrían evolucionar las calificaciones hacia adelante? ¿Qué aspectos quedan como retos en general? Recapitulando: ¿Cómo reducir la dependencia a los ciclos? Éste es un factor clave que está relacionado con la integración regional. ¿Cómo poder crear mecanismos para que este gran potencial de remesas familiares se canalice al desarrollo productivo y a todo lo que se necesita para este país...? Es otro de los grandes retos y, obviamente, el tema recurrente aquí es cómo ampliar la base tributaria de Guatemala, cómo potenciar una mayor recaudación que le dé más herramientas al país para enfrentar todos los retos que se tienen en materia de infraestructura, de desigualdad y de desarrollo económico. En el caso de Guatemala: ¿Qué vemos en el país? Básicamente el tema de prudencia fiscal, políticas fiscales conservadoras, esto distingue mucho a Guatemala; también, los buenos niveles de deuda y de liquidez externa que son positivos y las políticas ancla las cuales se relacionan con el tema del riesgo político, precisamente eliminan la incertidumbre que se origina de dicho riesgo. Sin embargo, seguimos observando como una limitante importante la flexibilidad fiscal, relacionada con la poca recaudación existente. El ambiente político es importante pero solamente en este contexto, no en lo que es el riesgo a la baja, es decir: el riesgo de ex abruptos, cuestiones que realmente nos preocupan. Veamos cuál es el escenario base que tiene *Standard & Poor's* para esto. Lamentablemente, sí se notan pocas posibilidades de consensos, pocas probabilidades de que se pongan de acuerdo los actores políticos, para resolver estos grandes temas que tiene Guatemala pendientes; y obviamente seguir avanzando en ese sentido para 2007. Vemos dos temas clave: primero, las elecciones presidenciales, porque está relacionada con la polarización que, sentimos, existe y limitan efectivamente la posibilidad de “agendar” consensos; y, segundo, la consolidación del sistema bancario, que es lo que estamos observando. Viendo un poco estos detalles, de alguna manera para atacar estas inquietudes, que normalmente surgen siempre en nuestros países cuando se celebran elecciones, cuando existe una estructura institucional, mientras más definida ésta esté en un país, el tema político es menos relevante. ¿Por qué? Porque la posibilidad de lograr consensos en los aspectos más relevante es mayor. En *Standard & Poor's* opinamos que sí existe convergencia entre los principales candidatos para los temas mínimos y para nosotros se vislumbra continuidad en ciertas variables importantes, es decir: aquellas fortalezas, comentadas en su momento,

que tiene la calificación soberana, como: la prudencia y la disciplina fiscal, no creemos que se vean afectadas. Sin embargo, no vemos posibilidad de consenso, en las actuales circunstancias. Esto es un gran pendiente dentro del terreno político que debe abordarse.

Pasemos al segundo factor: el tema del sistema financiero en Guatemala. Desde 2006 empieza a haber un acelerado proceso de consolidación del sistema, el cual es un tema natural de mercado. Opinamos que el sistema financiero guatemalteco tenía más participantes de lo que el tamaño del mercado debiera permitir. Por ejemplo, el Banco Industrial, al adquirir el Banco de Occidente, dio un paso importante porque se iniciaba el proceso de consolidación: proceso natural que esperábamos y es bueno que se esté dando. Después viene el tema de la intervención de Bancafé y luego la intervención de Banco de Comercio. Creemos que el proceso no se ha detenido aún, se ve claramente como —en un lapso de un año— los 6 participantes más grandes aumentaron su participación de mercado: del 68% al 80%, eso medido solamente por los depósitos. Creemos que la depuración del sistema es un proceso natural, era lo que tenía que llegar. Con la intervención de Bancafé confirmamos las calificaciones del soberano en su momento, creemos que marca una de las grandes moralejas, ciertas leyes que ya se estaban haciendo en Guatemala dieron frutos, introdujeron un mecanismo para que las autoridades pudieran intervenir de manera oportuna y detener el riesgo de contagio. Eso es clave, se avanzó muy rápido, obviamente existen otros factores que no han sido atacados, creemos que es necesario seguir avanzando en esto. En materia particular de la regulación, creemos que también debe de haber más convergencia hacia los estándares internacionales, pero es importante mencionar que el trabajo de las autoridades fue muy bueno en el sentido de que sí se detuvo el riesgo de dispersión de este problema; por eso confirmamos las calificaciones del soberano y confirmamos las calificaciones tanto de Banco Industrial y obviamente esto tampoco ha afectado las calificaciones de G&T Continental, que también es la otra entidad calificada en Guatemala. ¿Cuáles son las moralejas? Vemos un proceso natural, vemos hacia adelante y puede ser una fortaleza del sistema y que sean los usuarios los verdaderos beneficiarios. Entre los grandes retos, prevalecientes en el sistema, está la capitalización. El capital, en el sistema bancario guatemalteco y según nuestro punto de vista, todavía se compara desfavorablemente respecto de otros países similares. Lo tenemos públicamente escrito, es una

gran limitante para las calificaciones de los bancos que tenemos calificados. Segundo, si bien ha habido mejoras importantísimas en materia de regulación, que ya fueron probadas y dieron frutos, garantizaron los ahorros de los depositantes y no permitieron una mayor dispersión del problema; entonces, debe seguirse avanzando en estos temas de regulación y de convergencias internacionales y prudenciales.

Sesión de preguntas y respuestas

Johny Gramajo: Licenciado Suárez, agradecemos su presentación. Tengo una pregunta de la audiencia que indica: Si Guatemala, de acuerdo con las cifras que usted presentó, tiene el déficit más bajo de la región, los niveles de endeudamiento público más bajos, incluso que los de la mediana de los países con igual calificación y perspectivas favorables de crecimiento económico, ¿podría usted resumir los factores que podrían mejorar la calificación del riesgo soberano?

Francisco Suárez: Esto tiene relación con las debilidades que mencionamos. Primero, es cierto, existe gran prudencia por parte de las autoridades, ha habido voluntad para mantener esto en el tiempo; pero una de las grandes limitantes para las calificaciones —el equipo de soberano ha sido muy claro en esto— es la poca flexibilidad fiscal que tienen las autoridades; como es más importante notar en esa gráfica que veíamos de cómo son los ingresos que tienen las autoridades respecto del PIB. Las métricas tienen relación con aquello que destaca la prudencia; en otras palabras: qué bueno que existe la prudencia, pero también esto es reflejo de la poca capacidad que se tiene ahora para generar más ingresos por parte del Gobierno. Entonces ése es uno de los principales temas a tratar. Segundo, también necesitamos ver un sistema financiero más sólido, vamos en la ruta pero se necesitan más avances; se mencionaban, de manera recurrente, temas relacionados con desarrollo y crecimiento, acerca de cómo crear estas entidades no bancarias y conectarlas con mercados de capitales; obviamente debe pensarse en dichos mercados; es un asunto muy importante. Para crear los mercados de capitales se necesitan políticas ancla, que de alguna manera permitan un horizonte de largo plazo hacia delante, en términos de lo que son ciertas políticas clave para sostener las finanzas y la disciplina fiscal en el tiempo; eso a su vez crea condiciones para estabilidad financiera en términos de inflación, distorsiones que a veces el mercado no quiere ver y posibilita el desarrollo de los mercados de capitales;

y, bueno, tiene vínculo con estos temas de riesgo-país, que es el objeto de la plática en términos de garantías, derechos de propiedad y términos de legalidad.

Johny Gramajo: Recibí varias preguntas que coinciden con este tema: ¿Cuáles son los beneficios de una mejora en el riesgo soberano? Me permito unir las y formular una que tiene dos partes. Se indica que recientemente en Guatemala se ha observado un reconocimiento casi generalizado de que la calificación de riesgo soberano es importante para el país, la primera parte de la pregunta es: ¿Podría profundizar su análisis respecto de los beneficios de una mejora en el riesgo soberano de un país? La segunda: ¿Cuáles son típicamente los sectores que más se benefician de dicha mejora?, tomando en consideración que hasta hace poco se creía que una mejor calificación de riesgo soberano solamente beneficiaba al Gobierno, debido a que le permitía acceder a colocaciones en el mercado internacional en condiciones más favorables; sin embargo, en el país existe la idea de que una mejor calificación de riesgo soberano también puede influir en las colocaciones del sector privado en el exterior, en el mismo sentido que se hagan en condiciones más favorables.

Francisco Suárez: Una mejora en las calificaciones —y tratando de unir las dos inquietudes—, obviamente mientras más entidades sean calificadas, creemos que es un vehículo para dar más transparencia al mercado, creemos que es un medio natural para ir desarrollando no solamente los países como tal sino las entidades particulares que buscan la calificación; y así dar una señal clara a los inversionistas. Una mejora en las calificaciones tiene relación con lo que al inicio estaba presentando, la probabilidad de incumplimiento en la medida de cómo se van moviendo las calificaciones en las diversas escalas, es decir: a niveles más bajos existe una mayor probabilidad de incumplimiento; luego entonces los inversionistas van a demandar una prima mucho mayor por ello y me parece pertinente señalar esa gráfica 2 en la que se ve el tiempo que tardan las calificaciones relativamente bajas en ir a la ruta del incumplimiento. Otro aspecto importante está asociado con la evolución de los precios que se pagan en la medida en que se va moviendo de manera positiva a lo largo de la escala de calificaciones; en ese sentido creemos que no solamente el Gobierno se beneficia, porque si el Gobierno se beneficia, quiere decir: primero, que están mejorando su capacidad de actuar, de alguna manera puede tener más herramientas para resolver problemas

en Guatemala y eso le toca a toda la población. Segundo, es un tema de percepción también que los inversionistas ven acerca de cómo se puede atraer o no capitales hacia los países; recuerden que competimos por capitales todo el tiempo, el tener mejores calificaciones da puntos para poder llegar a esa tierra prometida que es el grado de la inversión y tener tasas competitivas que permitan financiar las necesidades de un país en particular. ¿Qué sectores podrían verse más beneficiados? Pues imagínense lo siguiente: aquí claramente Guatemala puede tener sectores cuya competitividad es muy elevada respecto a otros participantes, el hecho de que se paguen primas más justas respecto de esto, es la ruta adecuada; pero la manera de hacerlo es: Primero, hay que someterse a un proceso de calificación, se tiene que revelar cuáles son las condiciones de cada una de estas entidades; y, segundo, debe pensarse que, en alguna manera, las mejoras en las calificaciones son un reflejo de la capacidad que tienen las compañías en general para crecer. En ese sentido, claramente los sectores típicos que aportan más al producto interno de Guatemala son los más beneficiados.

Johny Gramajo: Tenemos dos preguntas que tienen la inquietud respecto a la limitante que se hablaba de los ingresos tributarios como porcentaje del producto interno bruto; es decir: el concepto de carga tributaria. La pregunta indica que en, el caso de Guatemala, ese concepto no incluye los ingresos que percibe el sector público, el concepto de aportes de cuota patronal y cuota laboral al Instituto Guatemalteco de Seguridad Social; otros países computan eso como parte de ingresos como que fuesen tributarios y la pregunta específica es: ¿Si no hay un tema de compatibilidad en las comparaciones con otros países? la segunda parte de la pregunta indica: ¿No debiera también enfocarse el tema hacia una mejora en la calidad del gasto?

Francisco Suárez: Empezando por la segunda parte: la calidad del gasto siempre puede tener áreas de oportunidad, pero bajo cualquier métrica que se quiera ver, pareciera más relevante el tema de cómo tener más herramientas para potenciar ese gasto; obviamente si se optimiza el gasto siempre será muy deseable este hecho, es un factor que incide directamente en el costo de bienestar de la población en general, porque el gasto que es público y no se asigna de manera eficiente, va en detrimento de toda sociedad; pero todas las métricas que se estén utilizando alternamente, señalan que la flexibilidad —que por ahora

tienen las autoridades— está muy limitada. En atención a la parte técnica, de realmente son comparables o no, obviamente parte de la labor del equipo que evalúa el riesgo soberano, desde el punto de vista cualitativo, es ver precisamente la consistencia de los datos para hacer este tipo de comparaciones; no soy el mejor para contestar esa pregunta técnica; sé que, por ejemplo, no estaba concebido el último cambio que hubo en medición del PIB; esto mejora un par de puntos más en temas de recaudación, pero si lo comparamos nuevamente contra la métrica, resulta insuficiente. El hecho de que existan desbalances importantes en términos de carga social, en términos de temas no resueltos como pensiones y demás, no hace más que constar la evidencia de la ruta de donde se tiene que ir avanzando, porque esto también ha ido de la mano con todas sus limitantes, con la construcción y desarrollo de los mercados de capitales y con la construcción de curvas de largo plazo que es un beneficio general para toda la economía.

Johny Gramajo: Recibí varias preguntas referidas al proceso de consolidación financiera; un comentario indica que se mencionó a la consolidación del sistema financiero como un proceso natural para la creación de un sistema bancario más sólido que apoye el crecimiento económico. En tal sentido, este proceso implica que la banca internacional incursione o fortalezca su presencia en Guatemala: ¿Cuán beneficioso podría ser esto para el país, por un lado, en términos de competencia del sistema bancario; y, por el otro, en términos de su calificación de riesgo soberano?

Francisco Suárez: Efectivamente, el nexo entre el fortalecimiento del sector financiero y las calificaciones soberanas seguirá siendo importante. Atacar temas clave que van en la dirección de lo que se debe hacer, al igual que las otras debilidades importantes estructurales, como el tema de la mayor flexibilidad financiera que puedan tener las autoridades, mediante una mayor recaudación. Estamos viendo ahora dos fases en este sector financiero. La primera fase —que ya se aceleró por todos esos acontecimientos de Bancafé, de los problemas que hubo en este sistema— tiene que ver con una consolidación entre locales; siempre hemos dicho que había demasiados participantes para el tamaño del mercado y, al final, el hecho de que los más aptos en este contexto —si quieren ver algo darwiniano— para prevalecer en este sistema sean los que estén, sean los consolidadores netos de

activos. Creemos que eso apunta en una buena dirección. El tema aquí es obviamente que el capital es limitado, creemos que el sistema tiene poco capital; y una fuente obvia de mayor capital podría ser la banca extranjera. ¿Qué bondades puede tener la banca extranjera? ¿Cuál es el segundo paso? En el primero vimos una consolidación entre locales, puede haber más adelante una consolidación por medio de bancos regionales o globales. Esto puede ser favorable en la medida que ocurran dos hechos: primero, que aporten capital para situaciones que fortalezcan en ese sentido al sistema; y, segundo, que incorporen mejores prácticas en lo general. Hemos visto cada vez más con los bancos que han sido intervenidos: al parecer han tenido problemas, no solamente hemos visto un famoso efecto de “*Fly to quality*” de los bancos pequeños; y también, cómo los depositantes corren hacia los más grandes, a los que creen pueden tener una mejor reputación, donde creen que existe una mejor condición para guardar sus depósitos y sus ahorros; también han notado el proceso, el tema relacionado con gobiernos corporativos y en general el manejo integral de los riesgos para todas las instituciones, aquellas con pobres prácticas de gobierno corporativo y que además tienen serias limitaciones en un manejo integral de riesgos, han sido precisamente las que han estado con grandes problemas. El hecho que estas mejores prácticas de gobierno corporativo y de administración integral de riesgos permeen y se transmitan al sistema, es otro avance que podría ser en la misma dirección.

Johny Gramajo: Llegó una pregunta relacionada con el proceso de consolidación, y con el tema de los sucesos ocurridos en el sistema bancario a finales de 2006 y principios de 2007. La pregunta general plantea: ¿Cuál fue el factor fundamental que su agencia tomó en consideración para mantener la calificación de riesgo soberano, luego de los sucesos del sistema bancario? A su juicio, ¿Cómo se manejó la situación? La pregunta específica indica: ¿Cómo podría evolucionar la calificación del Banco Industrial, tomando en consideración que dicho banco absorbió los depósitos del Banco de Comercio?

Francisco Suárez: La confirmación que hicimos en octubre, tanto de las calificaciones de riesgo soberano, como en aquel momento del Banco Industrial tras los sucesos de Bancafé, básicamente se derivan de dos situaciones; y esto fue una acción conjunta del equipo de soberano donde —representado en ese sentido por el analista principal, obviamente también secundado por su servidor— tiene

que ver con que nuestra expectativa era: primero, las reglas están funcionando, las adecuaciones hechas por las autoridades en su momento para poder vigilar más de cerca al sistema y para contener ciertos riesgos —a fin de que no se dispersara y fuera algo generalizado y derivara en una crisis de salida de capitales y otros problemas que pudieran traer graves consecuencias para la liquidez de las entidades financieras—, al final la confirmación de las calificaciones está ligada al reconocimiento a las autoridades de que hicieron una buena labor para enfrentar la situación. Segundo, la manera como se hizo —creemos que obviamente nunca se desea llegar a estas situaciones y hubiera sido mejor, inclusive que no hubiera sido necesario—, pero al final el proceder fue correcto, fue eficiente, dio claridad a los participantes. Tercero, de todo esto en conjunto esperábamos que no hubiera una dispersión mayor de estos problemas; sí pensamos que iba a haber algunas otras entidades que podían estar en dificultades, pero al final todo va en la ruta correcta, porque esto puede fortalecer al sistema en la medida que quienes queden en el mismo sean aquéllos que están representando una mejor administración integral del riesgo, aquéllos que demuestran más gobierno corporativo, aquellos que financieramente tienen mayor posibilidades para seguir estos procesos de adquisición; y aquí a veces entran un poco los específicos de cómo calificamos a las instituciones financieras en particular. Muchas veces el tema accionario es muy importante, el hecho que exista un respaldo para apoyar este proceso de adquisiciones y seguir adelante es muy relevante; en ese sentido el Banco Industrial actualmente tiene una perspectiva estable y creemos que la debilidad constante y recurrente —que ha salido durante esta conferencia— es el capital; y a medida que se avance en el tema de capitalización podremos ver calificaciones mejores: en particular del Banco Industrial.

Johny Gramajo: Recibí dos preguntas que, aunque no están relacionadas, quisiera unir las: Usted mencionó que dentro de los factores que podrían incidir en una mejora en la competitividad del país, se encuentran una mejora en la infraestructura básica, en la educación, en los derechos de propiedad y en un marco jurídico apropiado. En tal sentido, tomando en cuenta que el sistema cambiario en Guatemala es flexible, la pregunta específica es: ¿Si sería conveniente, para efectos de elevar la competitividad del país, promover un tipo de cambio más competitivo con tendencia gradual

a la depreciación? La otra es una pregunta más práctica: ¿Quién o quiénes eligen a las agencias calificadoras de riesgo y con qué criterios?

Francisco Suárez: Empiezo por la segunda: quienes deseen ser calificados pueden acercarse a nosotros y con todo gusto les atenderemos y darles todo lo específico; son ustedes, aquellos que deseen tener las calificaciones, quienes deben acercarse a nosotros y con gusto los guiaremos por el proceso para ver la conveniencia de que esto sea así. Ahora en este difícil tema del tipo de cambio —el cual siempre puede ser polémico en muchos sentidos— antes que nada hago alguna precisión: nosotros no hacemos ninguna labor de consultoría y mucho menos con relación al riesgo soberano. Hemos visto históricamente cómo hay tentaciones siempre para manipular arbitrariamente el tipo de cambio de alguna manera u otra. En este sentido, pareciera que el equipo de riesgo soberano se siente más cómodo con atacar los problemas relacionados con la competitividad en general, no en términos del tipo de cambio, porque eso puede ser un atajo, puede ser una manera tentadora pero no por la ruta que generalmente debiera de ser, para generar una competitividad. Mauro Leos lo señaló muy bien, en el sentido que debe distinguirse entre lo cíclico, lo efímero y lo permanente; y los cambios estructurales, que se necesitan en el caso de Guatemala, están relacionados con cómo mejorar estos fundamentos que van a prevalecer, independientemente de los niveles de precios, de tipos de cambio, de precios de materias primas, de crecimiento global o de liquidez en los mercados internacionales. En ese sentido, en la medida que Guatemala avance más en esos fundamentos, creemos que es una ruta, no solamente la adecuada, sino la más sostenible y la que puede brindar más frutos para Guatemala.

Johny Gramajo: Han quedado varias preguntas pendientes, las cuales serán trasladadas a la mesa redonda para su consideración. Agradecemos la participación del licenciado Suárez.



Calificación soberana para Guatemala

Franco Uccelli

Carlos Castillo: *Muy buen día, tengo el honor de presentarles al señor Franco Uccelli, último panelista de este XVI Ciclo de Jornadas Económicas del Banco de Guatemala. Él es Director Gerente del grupo Emerging Markets Sovereign Research de Bear Stearns & Co. Inc., para los mercados latinoamericanos de Chile, Costa Rica, República Dominicana, El Salvador, Guatemala y Uruguay. Ha laborado para diferentes bancos comerciales internacionales donde ha ocupado varios puestos en el área de crédito internacional. Cuenta con amplia experiencia en el análisis de riesgo-país y en la supervisión de los niveles de exposición de los países. Posee una maestría en Economía Latinoamericana de la Universidad de Vanderbilt y maestría en Gobierno Latinoamericano de la Universidad de Texas, en Austin.*

Muy buen día. Antes de desarrollar mi ponencia les aclaro que, a diferencia de los expositores de esta mañana, yo no represento a una agencia calificadora de riesgo. En Bear Stearns somos un banco de inversión pleno, no asignamos calificaciones a los países, a los créditos que monitoreamos. Nuestra tarea es formular recomendaciones de inversión en los instrumentos emitidos por estos países. Lo que represento es la perspectiva del mercado, la visión que tiene el mercado del crédito guatemalteco. Mi presentación estará dividida en tres partes: la primera es una revisión de los factores que definen la calidad del crédito guatemalteco y la valuación de sus bonos soberanos, es decir: los

factores que mueven el mercado de bonos soberanos de Guatemala. La segunda parte va a ser una descripción de los bonos, propiamente de los bonos guatemaltecos y de cómo se transa en el mercado en relación con los bonos emitidos por otros países de la región centroamericana y caribeña. La tercera será una serie de reflexiones finales sobre lo que al mercado internacional le gustaría ver en el mercado local guatemalteco. Mi enfoque será meramente práctico, la perspectiva del mercado no va a tener un enfoque ni teórico ni metodológico.

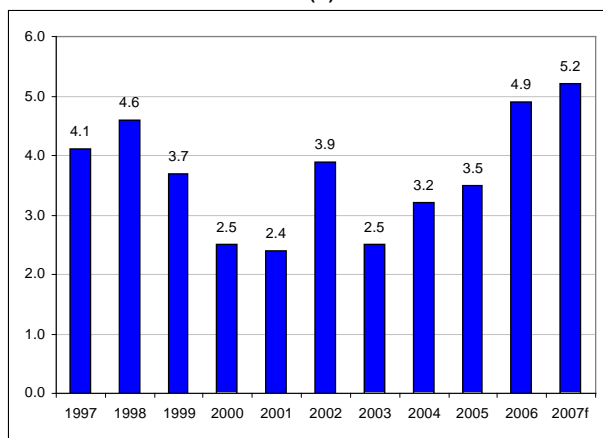
Entre los aspectos que definen al crédito guatemalteco, en el mercado internacional, encontramos factores positivos, elementos negativos y otros aspectos que denominamos determinantes. Entre los positivos figuran: el mejoramiento de las perspectivas de crecimiento en el país; la estabilidad monetaria; la tradición de disciplina fiscal; la baja carga de la deuda pública; el ambiente en el nivel de reservas internacionales; el importante flujo de remesas y lo que esto representa para la economía guatemalteca; el incremento en las inversiones; y el nivel de inversión extranjera directa. Entre los factores negativos están: el colapso reciente de un par de entidades bancarias; la violencia política; la cultura de la violencia que todavía se mantiene en algunos ámbitos en el país; la baja e insuficiente carga tributaria y el persistente déficit en cuenta corriente. Como factores determinantes para la calidad del crédito, principalmente en lo que resta del presente año, destacan las elecciones presidenciales, las cuales son clave para el fortalecimiento institucional; así

* Subdirector del Departamento de Estudios Económicos del Banco de Guatemala

como posibles cambios en las calificaciones de riesgo, las cuales son seguidas muy de cerca por las entidades que invierten en los bonos soberanos emitidos por el país. El primer factor positivo (gráfica 1) se refiere al mejoramiento de las perspectivas de crecimiento económico, el cual inicia con una tendencia creciente a partir del año 2003 hasta alcanzar niveles de casi 5% en el 2006.

Gráfica 1

Guatemala - Crecimiento PIB Real (%)



Fuente: Banguat.

Al mercado le gusta ver no solamente una economía creciente, sino que llegue a registrar niveles que están por encima del patrón de crecimiento. El Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE) de Guatemala ha ido incrementándose paulatinamente durante los primeros cuatro meses del año, y para abril de 2007 se situaba en 5.8%, lo cual vemos como un resultado alentador que nos hace pensar y creer que alcanzar el 5.2% de crecimiento proyectado oficialmente para este año, es algo realista a estas alturas. Inclusive hay algunos que ven este 5.2% de proyección de crecimiento para este año como un hecho relativamente conservador. Los sectores que están reflejando más dinamismo en este momento en la economía guatemalteca continúan siendo sectores como el de la construcción, la minería, el transporte y las comunicaciones. Un segundo factor positivo —al cual el mercado le da un seguimiento muy importante— es la estabilidad monetaria, la cual se ve reflejada en un ritmo inflacionario decreciente y un tipo de cambio extraordinariamente estable. La inflación se redujo de 9.2% en el 2004 hasta alcanzar 5.6% en el 2006, gracias a una política monetaria vigilante y conservadora. El nivel

alcanzado el año pasado fue el más bajo desde el año 2000 y estuvo dentro del rango meta de 5% a 7%, establecido para el 2006.

Bear Stearns está proyectando una continuidad en la moderación del incremento de los precios con una inflación anual de entre 5% y 5.5%, la cual se colocaría dentro del rango meta de 4% a 6% para este año. Opinamos que las expectativas de inflación se mantienen bastante bien ancladas en Guatemala, por lo que no creemos que pueda haber una desviación importante de la meta pautada. Por su parte, el tipo de cambio es quizás la mejor medida de la estabilidad que predomina en Guatemala, ya que captura la percepción de riesgo que tiene el consumidor local. Al respecto, se observa poca variación entre el año 2000 y la actualidad. La estabilidad y fortaleza relativa del quetzal es el resultado de la entrada robusta de divisas al país; solamente en lo que se refiere a exportaciones de mercaderías, remesas e ingresos por turismo entraron al país casi 8,500 millones de dólares en el año 2006; esto representa un incremento de más de un 12% en relación a los niveles registrados en el 2005. Además, el entorno político electoral no ha afectado la tasa de cambio como ha sucedido en pasados períodos electorales. De conformidad con la percepción que tiene el mercado internacional, no existe el temor de que el resultado de las elecciones pueda, de alguna forma, afectar la continuidad de las políticas monetarias y cambiarias en el país. Esto quiere decir que tanto el consumidor guatemalteco como el mercado confían en el adecuado manejo de la política monetaria por parte de las autoridades actuales, un manejo apolítico y basado en fundamentos técnicos bastante bien definidos. El tercer factor positivo de interés para el mercado internacional es la extensa tradición de disciplina fiscal que encontramos en el caso guatemalteco. Solamente durante tres años, en la última década, el déficit ha excedido el 2% del PIB y en ningún año ha sobrepasado la barrera del 3%, lo cual es un éxito rotundo si lo comparamos con otros países de la región. El déficit promedio en los últimos diez años ha estado en 1.7% del PIB, uno de los más bajos de la región centroamericana y caribeña. Por su parte, la recaudación de impuestos durante los primeros cinco meses del año se encuentra creciendo a niveles de casi 20% en comparación al mismo periodo del 2006, casi 3.5% por arriba de lo programado para este año. Adicionalmente, se ha establecido una política de gastos relativamente conservadora; creemos que es posible que Guatemala cierre 2007 con un déficit de alrededor de 1% del PIB, lo

cual es un gran logro si consideramos que dicho déficit se alcanzaría en el contexto de un año electoral.

El cuarto y el quinto factores positivos se refieren a la baja carga de la deuda pública y al aumento en el nivel de reservas internacionales. La deuda pública total ha promediado 18% del PIB en la última década: el nivel más bajo, y por mucho, de la región centroamericana; y se espera que disminuya este año aproximadamente 17% del PIB. Bajos déficit fiscales y prácticas de endeudamiento relativamente conservadoras han permitido que la deuda guatemalteca se mantenga en un nivel extraordinariamente bajo. Es más, desde mediados del año 2005 la acumulación de reservas internacionales y los bajos niveles de endeudamiento han permitido que las reservas internacionales excedan el total de la deuda pública guatemalteca, lo cual es excepcional en el continente americano. Los altos niveles de reservas internacionales por su parte han permitido a Guatemala blindarse o protegerse, hasta cierto punto, contra choques externos, así como de un posible deterioro en la economía global. En efecto, esto representa una especie de póliza de seguro que tiene el país en este momento. El sexto factor positivo es el importante flujo de remesas que continúan entrando al país, las cuales representan en la actualidad una entrada sumamente estable e importante de divisas, habiendo sobrepasado los 3,600 millones de dólares el año pasado. Las proyecciones oficiales consideran que el nivel de remesas puede alcanzar 4,300 millones en el 2007. Las remesas contribuyen obviamente al consumo, al ahorro y a la inversión y, por ende, al dinamismo económico y a la estabilidad macroeconómica de Guatemala.

El séptimo factor positivo, el cual monitorea muy de cerca el mercado internacional, es el incremento en la inversión extranjera directa, la cual se ha más que duplicado en los últimos dos años y probablemente exceda los 500 millones de dólares en el 2007, de conformidad con la proyección oficial. El incremento en el nivel de inversión extranjera directa es una confirmación plena del mejoramiento de la percepción del riesgo-país guatemalteco que tienen los inversionistas extranjeros, esto es relativamente obvio. La inversión extranjera directa tiende a beneficiar proyectos de mediano a largo plazo que alimentan a su vez el potencial de crecimiento económico del país. Con respecto a los factores que influyen negativamente sobre la percepción que tiene el mercado de la calidad del crédito guatemalteco y la valuación de sus bonos se encuentra, en primer lugar, el colapso reciente de dos entidades

bancarias (Bancafé y Banco de Comercio). Estos fracasos evidenciaron algunas de las debilidades del sistema bancario guatemalteco. Lo positivo de esta historia es —que gracias a la determinación y eficiencia con la que actuaron las Autoridades Monetarias— la liquidación de estas entidades se hizo de forma ordenada y efectiva sin generar un deterioro muy serio en los niveles de riesgo sistémico. Sin embargo, dado que las crisis financieras en general en muchos casos han sido la antesala de crisis más amplias a nivel económico, el mercado mantiene viva en la memoria el colapso de estos bancos, lo cual de alguna forma u otra puede limitar el interés en invertir en bonos guatemaltecos en el corto plazo.

La tradición de violencia política y social en Guatemala es otro factor que influye negativamente sobre la percepción de riesgo del país. Este es un factor netamente cualitativo, pero debe reconocerse que la gran mayoría de los inversionistas extranjeros, que invierte en bonos emitidos por el Gobierno guatemalteco, proviene de países donde la seguridad ciudadana es algo que se da por hecho, nadie lo cuestiona, lo cual puede hacer que potenciales inversionistas sean renuentes a invertir en un país donde los asesinatos políticos y la violencia doméstica y/o social, sigan acaparando encabezados con relativa frecuencia. Un tercer factor negativo es lo que muchos inversionistas consideran una carga impositiva insuficiente para atender las necesidades básicas de la sociedad y la infraestructura del país. Éste es un tema que ha sido discutido anteriormente y con el cual estamos de acuerdo, no solamente nosotros en Bear Stearns, como representantes del mercado y de las agencias calificadores, sino también las entidades multilaterales que siguen percibiendo el nivel de carga tributaria como muy bajo para un país que tiene las necesidades que tiene Guatemala. La meta trazada en los Acuerdos de Paz de 1996, de llevar la carga tributaria como porcentaje del PIB al 12%, obviamente no ha sido alcanzada y no existe ningún indicio de que se alcanzará en un futuro muy cercano sin la implementación de una serie de reformas estructurales y básicamente del convencimiento generalizado en el país de la necesidad de aportar un poco más por el bien del desarrollo de la nación.

El último factor negativo se refiere al déficit en cuenta corriente de la Balanza de Pagos, el cual —a pesar de que se ha reducido de un promedio de 5.5% del PIB, durante la primera mitad de la última década, a 4.3% durante los

últimos 5 años— aún continúa reflejando un persistente desbalance, lo cual implica que Guatemala mantiene su vulnerabilidad a choques externos. Por ahora los flujos de capitales se mantienen relativamente sólidos y le han permitido a Guatemala incrementar su nivel de reservas; sin embargo, si las condiciones favorables de la economía global fueran a deteriorarse, los flujos de capitales se reducirían muy rápidamente, lo cual dejaría a la economía de Guatemala muy vulnerable y desprotegida ante la volatilidad en los precios de los bienes importables. Los factores que nosotros llamamos determinantes son aquellos eventos que pueden afectar de manera favorable o desfavorable la percepción de riesgo de Guatemala en el corto o mediano plazo desde la perspectiva del mercado internacional. El primer factor es el evento electoral del presente año. Según Bear Stearns, el resultado será relativamente neutral desde la perspectiva del mercado: ¿Qué quiere decir eso?, que se espera que el proceso electoral sea un proceso relativamente ordenado y creemos que ninguno de los principales candidatos es fuente de preocupación para los inversionistas extranjeros, porque se espera que cualquiera que gane le dé continuidad a la política macroeconómica vigente, incluyendo la disciplina fiscal y la estabilidad monetaria.

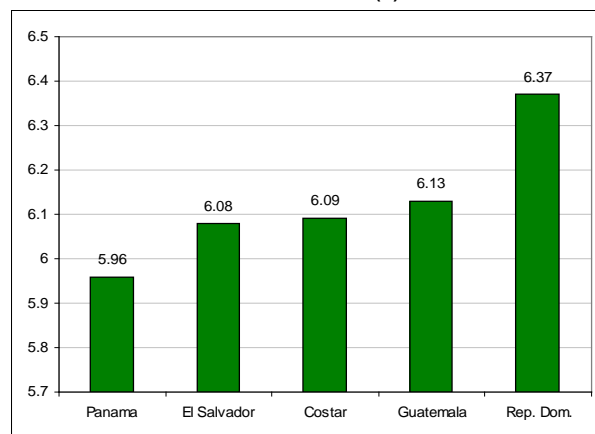
El fortalecimiento institucional es otro factor que el mercado internacional sigue muy de cerca, tanto respecto a las instituciones económicas como políticas. En este sentido, el mercado prefiere que exista muy poca interferencia política en los procesos económicos de cualquier país y prefiere que no exista la impunidad política en los casos de violaciones de derechos humanos, abusos de poder, etc. En efecto, si se logran fortalecer las instituciones del país, la demanda de los títulos emitidos localmente no solamente se incrementa sino que las emisiones eventuales pueden ser realizadas bajo condiciones más favorables para Guatemala. El último factor determinante se refiere a la calificación de riesgo; Standard and Poor's elevó la calificación de Guatemala de BB- a BB en julio del año pasado, así que no esperamos ningún tipo de movimiento en esta calificación en un período muy cercano. Moody's también elevó su calificación a Ba2 en las mismas fechas y tampoco se espera que la misma varíe en el corto plazo. En Bear Stearns consideramos que en caso se fuera a dar el *upgrade* al crédito guatemalteco, no sería sino hasta mediados del próximo año; sería un poco difícil imaginar que Moody's se animara a darle un B a este crédito antes de las elecciones o antes de que se inaugure el próximo

Gobierno ya que normalmente se espera entender mejor los planes de un nuevo Gobierno, antes de asignar una calificación más alta.

Hacemos ahora una breve descripción de los bonos guatemaltecos y de cómo se cotizan actualmente en los mercados internacionales. El Gobierno guatemalteco ha colocado fuera del país cuatro emisiones de bonos que suman aproximadamente 1,100 millones de dólares, los cuales fueron emitidos entre 1997 y 2004. Las primeras emisiones se hicieron con vencimientos a diez años; y la cuarta, con vencimiento a 30 años con un *put* a 15 años; las tasas de interés fluctúan entre 8.125% y 10.25%; todos ellos se cotizan, a junio de 2007, por encima de su valor y rinden entre 5.75% y 6.75%, aproximadamente. La emisión de 1997 por US\$150 millones vence en agosto de este año. Las gráficas 2 y 3 ilustran los rendimientos de los bonos guatemaltecos, comparados con los rendimientos de los bonos de otros países centroamericanos.

Gráfica 2

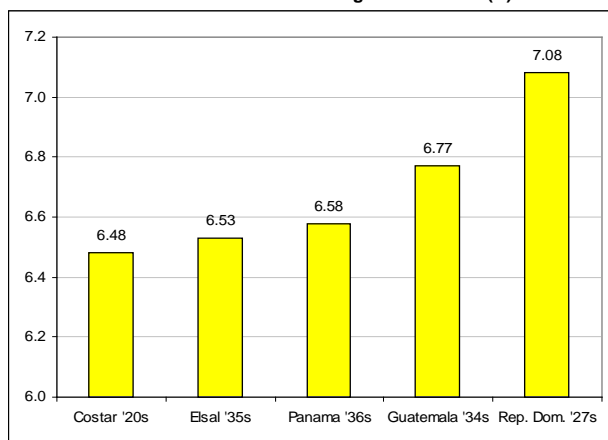
Valor Relativo - Rendimiento Bonos 2011's (%)*



Fuente: Bear Stearns. *Rendimientos en junio 18.

Gráfica 3

Valor Relativo - Rendimientos Parte Larga de la Curva (%)*

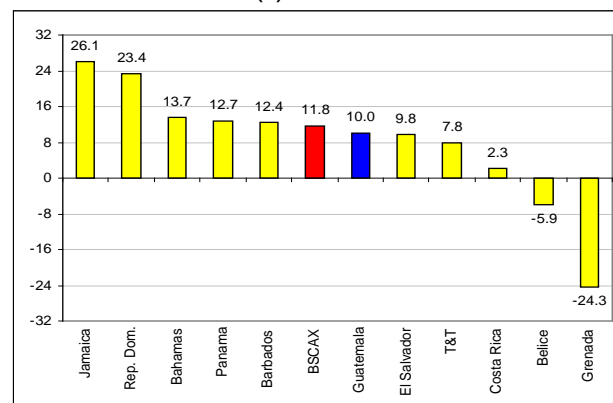


Fuente: Bear Stearns. *Rendimientos en junio 18.

En Bear Stearns construimos el índice BCSAX que específicamente monitorea el comportamiento de los bonos centroamericanos y caribeños. Este índice nos permite hacer una evaluación del valor relativo de los bonos de un país en particular. De conformidad con el mismo, se puede apreciar que tanto en la parte corta de la curva, (gráficas 4 a 7) representada por los bonos con vencimiento en el 2011, como en la parte larga de la misma, el rendimiento de los bonos guatemaltecos es mayor que el de los países centroamericanos con calificaciones de riesgo comparables. Es por ello que actualmente Bear Stearns recomienda de manera oficial la compra de bonos guatemaltecos, precisamente por el valor relativo que vemos de estos bonos. Cabe indicar que el Bono Guatemala 34 lo vemos todavía como el bono más barato de la región centroamericana en términos de su rendimiento y, obviamente, de su calificación de riesgo. Por lo tanto, hemos emitido una recomendación de compra de este bono; en estas gráficas vemos el rendimiento total de los bonos guatemaltecos comparados con el resto de la región centroamericana y caribeña en base al BCSAX; el retorno del índice para la región centroamericana y caribeña, durante el transcurso de los últimos tres años, ha promediado 12%; y si nos fijamos en el retorno de los bonos guatemaltecos, en su conjunto, el mismo ha sido de aproximadamente 10% por año, durante los últimos tres años.

Gráfica 4

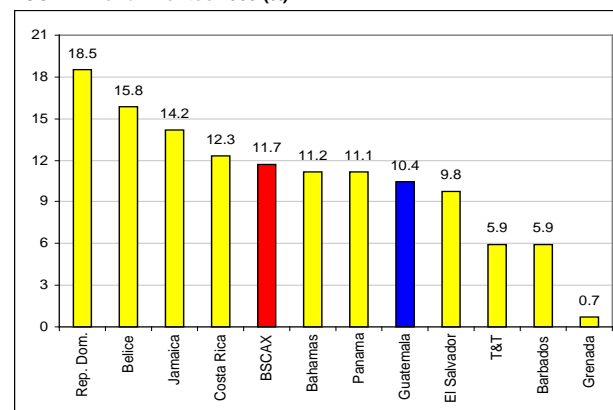
BSCAX - Rendimientos 2004 (%)



Fuente: Bear Stearns.

Gráfica 5

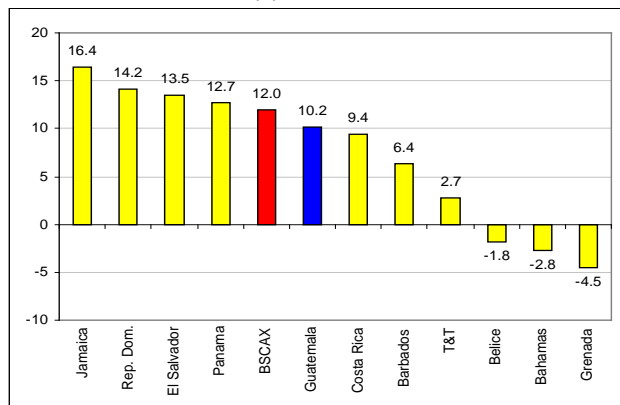
BSCAX - Rendimientos 2005 (%)



Fuente: Bear Stearns.

Gráfica 6

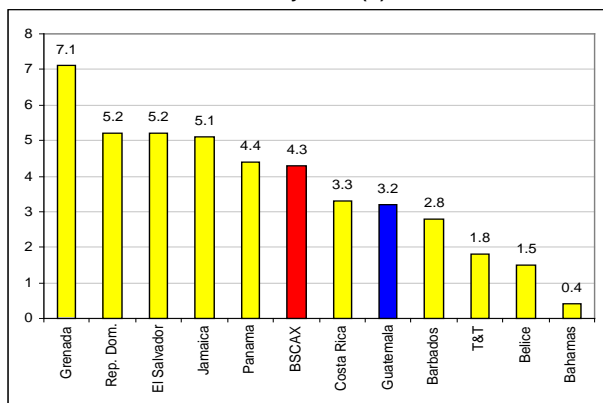
BSCAX - Rendimientos 2006 (%)



Fuente: Bear Stearns.

Gráfica 7

BSCAX - Rendimientos Enero-Mayo 2007 (%)



Fuente: Bear Stearns.

Esta tendencia se ve confirmada inclusive durante los primeros meses de este año, entre enero y mayo específicamente, lo cual indica que si la tendencia actual se mantiene hasta fin de año, los bonos guatemaltecos probablemente cerrarán el 2007 con un retorno aproximado de 10%. Adicionalmente, quiero dejarlos con una serie de reflexiones en cuanto a lo que los inversionistas extranjeros desearían ver en el mercado de deuda guatemalteca. Sabemos que en agosto de este año vence un bono por 150 millones de dólares; asimismo, tenemos entendido que el Gobierno guatemalteco ya eligió a un banco estructurador de un nuevo bono. Sin embargo, todavía existen algunas interrogantes con relación a esta nueva emisión; en principio: ¿Cuál será el monto a emitir? Sabemos que el monto del bono que vence es de 150

millones de dólares, pero no sabemos si este Gobierno, en última instancia, va a emitir solamente esos 150 millones para hacer el *roll over* del bono que vence, o si va a emitir por un poco más para cubrir en parte sus necesidades de financiamiento para este año. Segundo, no sabemos a qué plazo se piensa emitir. Sabemos que en el pasado el Gobierno ha emitido a 10 y a 30 años con un *put* a 15; por lo tanto, se especula que quizás pueda ser un bono emitido a 20 años, pero no sabemos a ciencia cierta si éste será el caso. Tercero: ¿En qué moneda se va a denominar? Suponemos que será en dólares, porque el Gobierno ya ha elegido a un banco internacional (el Deutsche Bank) para estructurar la emisión. Cuarto: ¿A qué tasa? Es la pregunta del millón y es la que todos en el mercado nos estamos haciendo en este momento. Dados los niveles en los cuales están los rendimientos, que están ofreciendo los bonos guatemaltecos en este momento, probablemente la próxima emisión de bonos se podría colocar con un cupón de alrededor del 7%. Este sería el cupón más bajo de todos los bonos que han sido emitidos hasta ahora, lo cual sería evidencia de la positiva percepción de riesgo que se tiene en el mercado internacional de Guatemala en la actualidad.

El segundo punto que deseo comentarles es la posible creación de una curva en quetzales; los mercados locales están adquiriendo más y más importancia en el ámbito internacional. Sabemos que en este momento solamente un tercio de la deuda emitida por el Gobierno guatemalteco está denominada en quetzales; en algunos otros países, como Chile, estamos hablando de alrededor de un 90%, lo cual es una cifra sorprendente. Emitir en moneda local puede hacer que el costo financiero de la emisión pueda ser un poco más alto, pero el beneficio es que eliminamos el riesgo cambiario. El razonamiento utilizado para justificar hacer una emisión en moneda local es que si el asunto se pone un poco complicado para el emisor, en este caso el soberano podría imprimir moneda local para pagar su deuda, lo cual tendría efectos muy negativos sobre la economía, pero en última instancia podría prevenir una cesación de pagos. Por su parte, la creación de un mercado secundario es una necesidad también desde la perspectiva de posibles emisores corporativos. Utilizando nuevamente el caso de Chile que tiene una situación fiscal y ha tenido una situación fiscal envidiable por mucho tiempo, el Gobierno tomó la decisión de emitir deuda, aunque no lo necesitaba, para poder crear una curva de rendimiento que pueda ser utilizada para que las empresas chilenas tengan

un *bench-mark* contra el cual emitir su propia deuda. Eso no existe en este momento en Guatemala, y consideramos que podría ser bastante interesante; sabemos que existen empresas de la envergadura necesaria para poder hacer emisiones importantes en el mercado internacional. No obstante, veríamos con mejores ojos que estas emisiones se hicieran en moneda local, sobre todo si estamos hablando de entidades que no generan ingresos en dólares. Finalmente, nos interesaría ver un cambio en la composición de la deuda pública. A la fecha, 30% de la deuda está denominada en moneda local, lo cual es un porcentaje muy bajo; eso expone al país a una serie de riesgos innecesarios. Sería recomendable, creemos, que la mayor parte de la deuda se denominara en quetzales y no en dólares, para poder eliminar el riesgo de refinanciar estas emisiones conforme van venciendo en los mercados externos. Gracias.

Sesión de preguntas y respuestas

Carlos Castillo: Gracias, señor Uccelli. Como su conferencia despertó el interés del público, he recibido gran cantidad de preguntas; la primera de ellas se refiere a la futura evolución de la calificación riesgo-país de Guatemala luego del cierre de dos instituciones bancarias, Bancafé y Banco de Comercio: ¿Considera usted que ésta es una señal de un sistema financiero que podría continuar dando muestras de debilidad ante la eventual competencia proveniente del ingreso al país de instituciones financieras internacionales sólidas? En cuyo caso: ¿Podría verse afectada la actual calificación de riesgo crediticio?

Franco Uccelli: La evolución de la calificación de riesgo crediticio, como mencioné, no está demasiado atada a lo que pueda ser el comportamiento del sistema bancario en este momento, porque la impresión que tenemos en este momento, en el mercado internacional, es que los problemas que hemos visto a finales del 2006 han sido resueltos de forma eficiente; y percibimos en este momento, en base a información recibida de operadores locales, que no existe una gran preocupación de que pueda haber otras instituciones que estén al borde del abismo, por ponerlo de alguna forma. Éste es un problema que ha sido superado; la liquidación de las entidades, con problemas, se ha hecho de forma eficiente; no nos preocupa y les puedo contar, como anécdota, que recibo muchas llamadas de inversionistas participantes en bonos guatemaltecos: durante la época candente, en la cual los encabezados de prensa informaban de problemas en el

sistema bancario, la gente me hacía muchas preguntas al respecto. Sin embargo, han pasado aproximadamente seis meses desde esa época y la gente casi se ha olvidado del asunto. La motivación que tenían antes para hacer este tipo de preguntas ya no está ahí, la memoria, como dije antes, se mantiene viva, pero la preocupación es menor.

Carlos Castillo: Gracias por su respuesta. La otra pregunta es: Como banco de inversión, ¿qué sectores productivos considera usted atractivos o con alto potencial para invertir en nuestro país?

Franco Uccelli: Lamento no estar en posición demasiado privilegiada para contestar satisfactoriamente esa pregunta porque yo represento un mercado que invierte en instrumentos, en títulos valores y no en inversión directa. Sin embargo, sí puedo comentarles que son algunos sectores económicos los que están mostrando el mayor dinamismo. No me alejaría mucho de los temas agrícolas, de los temas primarios; en este país existe una ventaja comparativa en productos como el café; tengo entendido que existe un esfuerzo para, hasta cierto punto, reinventar un poco el sector cafetero o cafetalero en el país; dedicarse a producir café de más alta calidad que pueda ser producido de forma más eficiente y por el cual se puedan obtener precios más altos. Por esa parte, tratar de competir con países como Brasil o Colombia, donde existe producción masiva de un café término medio, para decirlo de alguna forma: es un aspecto con el cual Guatemala difícilmente pueda competir. Existen muchos proyectos de infraestructura que se mantienen pendientes en este momento en el país, no solamente es un asunto que compete a Guatemala en la actualidad, sino es un tema que podríamos aplicar también a otros países de la región. Existen proyectos de infraestructura en los cuales podría haber una participación conjunta, quizás del sector público y del sector privado, lo cual podría ser de bastante interés para aquéllos que tienen la confianza en este momento en que las condiciones de inversión, en un país como Guatemala, son bastante favorables.

Carlos Castillo: Muchas gracias, señor Uccelli, por sus respuestas y su tema. El resto de preguntas queda a cargo del señor Vicepresidente para que sean formuladas en la Mesa Redonda. Gracias.



JUNTA MONETARIA

MIEMBROS TITULARES

María Antonieta Del Cid de Bonilla
Presidenta

Julio Roberto Suárez Guerra
Vicepresidente

Mefi Eliud Rodríguez García
Ministro de Finanzas Públicas

Luis Oscar Estrada Burgos
Ministro de Economía

Bernardo López Figueroa
Ministro de Agricultura, Ganadería y Alimentación

Max Erwin Quirín Schoder
Electo por las asociaciones
empresariales de comercio,
industria y agricultura

Julio Vielman Pineda
Electo por los presidentes de los consejos
de administración o juntas directivas
de los bancos privados nacionales

Luis Fernando Pérez Martínez
Electo por el Congreso de la República

René Arturo Villegas Lara
Electo por el Consejo Superior de la
Universidad de San Carlos de Guatemala

MIEMBROS SUPLENTES

Edgar Alfredo Balsells Conde
Electo por el Congreso de la República

Sergio de la Torre Gimeno

Electo por las asociaciones
empresariales de comercio,
industria y agricultura

Gabriel Biguria Ortega
Electo por los presidentes de los consejos de
administración o juntas directivas de los
bancos privados nacionales

Miguel Angel Lira Trujillo
Electo por el Consejo Superior de la
Universidad de San Carlos de Guatemala

ASESORES PERMANENTES

Manuel Augusto Alonzo Araujo
Gerente General

Oscar Roberto Monterroso Sazo
Gerente Económico

Sergio Francisco Recinos Rivera
Gerente Financiero

Leonel Hipólito Moreno Mérida
Gerente Jurídico

Johny Rubelcy Gramajo Marroquín
Director
Departamento de Estudios Económicos

Willy Waldemar Zapata Sagastume
Superintendente de Bancos

Armando Felipe García Salas Alvarado
Secretario

AUTORIDADES

María Antonieta Del Cid de Bonilla
Presidenta

Julio Roberto Suárez Guerra
Vicepresidente

Manuel Augusto Alonzo Araujo
Gerente General

Oscar Roberto Monterroso Sazo
Gerente Económico

Sergio Francisco Recinos Rivera
Gerente Financiero

Lidya Antonieta Gutiérrez Escobar
Gerente Administrativo

Leonel Hipólito Moreno Mérida
Gerente Jurídico

FUNCIONARIOS SUPERIORES

Armando Felipe García Salas Alvarado
Secretaría de la Junta Monetaria
Secretario de la JM

Aníbal García Ortiz
Secretaría de la Junta Monetaria
Subsecretario de la JM

Bernardino González Leiva
Auditoría Interna
Auditor Interno

Erwin Roberto Camposeco Córdova
Auditoría Interna
Subauditor Interno

César Augusto Martínez Alarcón
Asesoría Jurídica
Asesor III

Fernando Villagrán Guerra
Asesoría Jurídica
Asesor II

Gerardo Noel Orozco Godínez
Asesoría Jurídica
Asesor III

Enrique Antonio Amurrio Comparini
Departamento de Comunicación y Relaciones Institucionales
Director

Salvador Orlando Carrillo Grajeda
Departamento de Recursos Humanos
Director

José René Lorente Méndez
Departamento de Recursos Humanos
Subdirector

Erick Prado Carvajal
Departamento de Recursos Humanos
Subdirector

Johny Rubelcy Gramajo Marroquín
Departamento de Estudios Económicos
Director

Manuel de Jesús Castro Aguirre
Departamento de Estudios Económicos
Subdirector

Carlos Eduardo Castillo Maldonado
Departamento de Estudios Económicos
Subdirector

Juan Carlos Castañeda Fuentes
Departamento de Investigaciones Económicas
Director

Sergio Javier López Toledo
Departamento de Investigaciones Económicas
Subdirector

Otto René López Fernández
Departamento de Estadísticas Económicas
Director

Fernando Wladimir D. Estrada Pérez
Departamento de Estadísticas Económicas
Subdirector

Sergio Rolando González Rodríguez
Departamento de Análisis Bancario y Financiero
Subdirector

Luis Felipe Granados Ambrosy
Departamento de Análisis Bancario y Financiero
Asesor II

Rómulo Oswaldo Divas Muñoz
Departamento de Operaciones de Estabilización Monetaria
Director

Jorge Vinicio Cáceres Dávila
Departamento de Operaciones de Estabilización Monetaria
Subdirector

Edgar Rolando Lemus Ramírez
Departamento Internacional
Director

Jorge Aníbal Del Cid Aguilar
Departamento Internacional
Subdirector

Héctor Adolfo Del Cid Solórzano
Departamento de Contabilidad
Director

Byron Leopoldo Sagastume Hernández
Departamento de Contabilidad
Subdirector

Romeo Eduardo Campos Sánchez
Departamento de Emisión Monetaria
Director

José Fernando Ramírez Velásquez
Departamento de Emisión Monetaria
Subdirector

Ariel Rodas Calderón
Departamento de Tecnologías de Información
Director

Byron Saúl Girón Mayén
Departamento de Tecnologías de Información
Subdirector

Mynor Humberto Saravia Sánchez
Departamento de Servicios Administrativos y Seguridad
Director

Mario Roberto León Ardón
Departamento de Servicios Administrativos y Seguridad
Subdirector

BIBLIOTECAS DEPARTAMENTALES Y CANTONALES DEL BANCO DE GUATEMALA

- 1 Biblioteca Central
7a. avenida, 22-01, zona 1

BIBLIOTECAS CANTONALES (Ciudad Guatemala)

- 2 Parque "Colón"
8ª. calle, entre 11 y 12 avenidas, zona 1
- 3 Centro de Usos Múltiples (CUM)
9a. avenida, 7-57, zona 7
Colonia Nueva Montserrat
- 4 Instituto "Dr. Carlos Federico Mora"
Calzada San Juan y 32 avenida, zona 7
Colonia Centroamérica

- 5 Parque Navidad
Diagonal 34, zona 5

BIBLIOTECAS DEPARTAMENTALES

- 6 Antigua, Guatemala
Portal de "Las panaderas"
5ª. avenida Norte, No. 2, nivel 2
- 7 Chiquimula, Chiquimula
6ª. avenida, 3-00, zona 1, nivel 2
Edificio municipal
- 8 Escuintla, Escuintla
1a. avenida, centro comercial
Plaza "Palmeras", local 47
- 9 Puerto San José, Escuintla
Avenida del Comercio
Edificio Banco de Guatemala
- 10 Coatepeque, Quetzaltenango
5a. calle, parque Central
Palacio municipal
- 11 Puerto Barrios, Izabal
7ª. calle y 8ª. avenida, esquina, zona 1
Parque "José María Reyna Barrios"
- 12 Cobán, Alta Verapaz
1ª. calle, 5-24, zona 2
- 13 Champerico, Retalhuleu
Avenida del Ferrocarril
Costado parque Central
Nivel 2

- 14 Chimaltenango, Chimaltenango
2ª. avenida, 2-20, zona 3, nivel 2

- 15 Huehuetenango, Huehuetenango
4ª. calle, 5-07, zona 1

- 16 Jalapa, Jalapa
Calle "Tránsito Rojas", 5-46, zona 6
Nivel 2

- 17 Mazatenango, Suchitepéquez
7ª. calle, 3-18, zona 1

- 18 Guastatoya, El Progreso
Avenida "Principal"

- 19 Quetzaltenango, Quetzaltenango
12 avenida, 5-12, zona 1

- 20 Santa Cruz, Quiché
3a. calle y 4a. avenida, zona 5

- 21 Totonicapán
7a. avenida y 5a. calle, zona 1, nivel 2

- 22 Retalhuleu, Retalhuleu
6ª. avenida, 6-18, zona 1, nivel 2

- 23 Santa Lucía Cotzumalguapa, Escuintla
5a. calle, 3-39, zona 1

- 24 Sololá
7a. avenida y 9a. calle, 8-72, zona 2
Banco G&T, nivel 2

- 25 Salamá, Baja Verapaz
5ª. avenida, 6-21, zona 1

- 26 San Marcos, San Marcos
9ª. calle, 7-54, zona 1, interior

- 27 Tecún Umán, San Marcos
Edificio del Banco de Guatemala

- 28 Zacapa, Zacapa
4a. calle, 14-32, zona 1, nivel 2

- 29 Cuilapa, Santa Rosa
4a. calle, 1-51, zona 4
Barrio "La Parroquia"
Centro de Atención Integral

- | | | | |
|----|--|----|--|
| 30 | Malacatán, San Marcos
Instituto Experimental de Educación Básica
3a. avenida, entre 1a. y 2a. calles, zona 1
Colonia “El Maestro” | 46 | Estanzuela, Zacapa
1a. calle, 2-00, zona 1 |
| 31 | Amatitlán, Guatemala
5ª. calle, y 4ª. avenida, esquina
Barrio “La Cruz” | 47 | Zaragoza, Chimaltenango
7a. avenida Norte, No. 3
Frente al parque Central |
| 32 | Patzún, Chimaltenango
3a. calle, 5-48, zona 1 | 48 | Quezaltepeque, Chiquimula
3a. calle y segunda avenida, zona 2 |
| 33 | Cobán, Alta Verapaz
Instituto de la Juventud y el Deporte
Calzada “Rabín Ajau”, zona 11
Salida a Chisec | 49 | El Palmar, Quetzaltenango
Edificio de la Cruz Roja |
| 34 | San Martín Jilotepeque, Chimaltenango
Plaza Central, frente a la Municipalidad | 50 | Río Hondo, Zacapa
6a. calle, 2-43, zona 1 |
| 35 | San Antonio Huista, Huehuetenango
Cantón “Central” | 51 | Barberena, Santa Rosa
4a. calle y 4a. avenida, zona 1 |
| 36 | Chiquimulilla, Santa Rosa
1ª. calle “B” y 2ª. avenida, zona 1
Edificio municipal | 52 | Olopa, Chiquimula
A un costado del parque Central |
| 37 | Gualán, Zacapa
Barrio “El Centro”
Edificio municipal, nivel 2 | 53 | Tiquisate, Escuintla
4a. calle, zona 1
Edificio municipal |
| 38 | Villa Canales, Guatemala
2ª. avenida y 8ª. calle, zona 1
Edificio municipal | 54 | Morazán, El Progreso
Barrio “Concepción” |
| 39 | Rabinal, Baja Verapaz
4a. avenida, 2-37, zona 3 | 55 | Santa Catarina Pinula, Guatemala
Dirección de Servicios Públicos
1a. calle, 5-50, zona 1 |
| 40 | Ipala, Chiquimula
3a. avenida, 1-61, zona 4 | 56 | Guazacapán, Santa Rosa
Barrio “San Miguel Centro”
Nivel 2 |
| 41 | El Progreso, Jutiapa
Calle “Principal”, avenida “Achuapa”
Casa de la Cultura | 57 | Asunción Mita, Jutiapa
Edificio Fundabiem
A un costado del parque Central |
| 42 | Melchor de Mencos, Petén
Barrio “El Centro” | 58 | Sumpango, Sacatepéquez
0 avenida, 1-18, zona 3
Frente a la Municipalidad |
| 43 | San José Pinula, Guatemala
1a. calle, 4-30, zona 2
Edificio municipal | 59 | Canillá, Quiché
Frente al edificio municipal |
| 44 | San Luis Jilotepeque, Jalapa
Edificio municipal
Barrio “El Centro” | 60 | San Francisco, Petén
A la par del puesto de Salud |
| 45 | Pachalum, Quiché
Calle “Las Flores” | 61 | San Luis, Petén
Entrada principal |
| | | 62 | El Júcaro, El Progreso
Calle principal, Barrio El Centro
Edificio Municipal, nivel 2 |
| | | 63 | San Benito, Petén
5a. avenida “Mamerto Pacheco”
Entre 8a y 9a avenidas |



(15 de septiembre, 1907 - 6 de abril, 1975)

Fragmento de discurso de inauguración del
Banco de Guatemala, por el
Doctor Manuel Noriega Morales
(pronunciado el 1 de julio de 1946)

“Desde el nacimiento mismo del Ministerio de Economía, que se debe a la certera visión de los miembros de la ex-Junta Revolucionaria de Gobierno, la idea de la reforma monetaria y bancaria del país cobró aliento. Los magnos problemas de la economía nacional, descuidados a través de tantos regímenes autocráticos, reclamaban solución al entrar nuestra patria a los cauces de una vida democrática, inspirada sinceramente en el deseo de mejorar las condiciones económicas y sociales de Guatemala. Gobernantes anteriores decían amar a su pueblo, pero lo mantenían en la miseria, no obstante tener recursos monetarios y recursos fiscales para procurar, por medio de instituciones crediticias o de fomento a la producción, elevar el nivel de vida de la población guatemalteca.”

Banco de Guatemala



