

# Nuevas tendencias de financiación en América Latina<sup>1</sup>

Camilo E. Tovar y Myriam Quispe-Agnoli

## 1. Introducción

La reunión «Nuevas tendencias de financiación en América Latina: la tortuosa senda hacia la estabilidad», organizada conjuntamente por el Banco de Pagos Internacionales y el Banco de la Reserva Federal de Atlanta en Ciudad de México el 26 y 27 de mayo de 2007, abordó asuntos como la transformación de las tendencias de financiación, los cambiantes riesgos financieros y los correspondientes retos para las políticas. Esta introducción repasa algunos de los temas debatidos por los representantes allí presentes de bancos centrales, ministerios de finanzas, instituciones multilaterales, el mundo académico y el sector privado.

Los mercados financieros en América Latina han sufrido una profunda transformación a lo largo de los últimos 15 años. Uno de los cambios más significativos ha sido el progresivo abandono de la financiación transfronteriza en favor de la financiación local, lo que ha permitido la expansión, profundización y diversificación de los mercados de capitales domésticos, reduciendo por tanto su dependencia de la financiación bancaria. Así pues, en la primera parte de la reunión se analizaron los cambios en las tendencias de financiación y sus determinantes. Las partes segunda y tercera se consagraron al desarrollo de los mercados de bonos domésticos. En concreto, la segunda parte versó sobre las ventajas para los soberanos de emitir deuda en moneda local, los pros y los contras de dicha emisión en los mercados locales frente a los internacionales, la situación en los mercados privados, la función de la financiación estructurada y hasta qué punto el desarrollo de estos mercados sigue siendo un objetivo de las autoridades con miras a desdolarizar las economías de la región. En la tercera parte se analizaron los desafíos que plantea el desarrollo de mercados de bonos domésticos, por ejemplo ante la aparición de nuevos instrumentos e inversionistas en el mercado, y el margen para la creación de un mercado de bonos regional.

La cuarta parte se centró en las implicaciones de los nuevos mercados financieros para la transmisión de la política monetaria y en el papel que juegan las autoridades en el desarrollo de estos mercados. Por último, se analizaron las implicaciones de los nuevos canales de financiación para la estabilidad financiera.

En esta introducción, se describen brevemente todos estos asuntos, citando en cada caso los artículos de esta publicación donde se analiza cada uno de ellos.

## 2. Cambios recientes en las tendencias de financiación

En este número, dos artículos analizan en detalle la reciente transformación de las tendencias de financiación. Quispe y Vilan (2008) describen la evolución de los mercados financieros, los flujos de cartera, la inversión extranjera directa (IED), los sectores bancarios domésticos y las remesas de los trabajadores durante el periodo 1990–2005. Por su parte,

---

<sup>1</sup> Las opiniones aquí recogidas son las de sus autores, que no coinciden necesariamente con las del BPI, el Banco de la Reserva Federal de Atlanta o las instituciones representadas en la reunión. Quisiéramos agradecer los comentarios de Alejandro Jara, Serge Jeanneau y Philip Turner, así como la ayuda editorial de Alejandra González.

Jeanneau y Tovar (2008a) estudian los mercados de bonos en moneda local. Entre las principales características destacadas en estos estudios se encuentran: (i) el aumento de la financiación local con respecto a la extranjera, (ii) la utilización de los mercados de bonos en moneda local como alternativa a la financiación bancaria y a los títulos extranjeros denominados en dólares, y (iii) la preponderancia que han adquirido como fuente de financiación la IED y las remesas de los trabajadores hacia la región. Todo ello debe reducir la volatilidad de los flujos de capitales y la exposición de los prestatarios locales al riesgo de divisas.

### **La influencia de factores externos e internos**

Los cambios recientemente observados en la estructura de financiación en toda la región reflejan la influencia de factores tanto externos como internos. En la primera parte de la década actual, la favorable **coyuntura exterior** caracterizada por bajas tasas de interés en todo el mundo y menor aversión al riesgo contrajo los diferenciales soberanos de la deuda externa de la región hasta mínimos históricos<sup>2</sup>. Además, los elevados precios de las materias primas han propiciado términos de intercambio muy favorables para la región, así como una significativa expansión de sus exportaciones.

Las **políticas nacionales** también han mejorado, permitiendo una mayor propensión marginal al ahorro a partir del aumento de los ingresos. Así lo demuestra la reducción de los coeficientes de deuda, los superávits sin precedentes por cuenta corriente y el aumento de las reservas de divisas. Entre los principales cambios introducidos en las políticas destacan: el giro hacia posiciones fiscales moderadamente anticíclicas (destinando al ahorro gran parte del aumento de los ingresos y generando importantes superávits primarios), la introducción de nuevas políticas para la gestión de la deuda pública destinadas a mejorar el perfil de la deuda soberana y a reducir los descaldes de monedas y de vencimientos, y la creación de marcos monetarios y cambiarios más creíbles y de mejores marcos de supervisión.

### ***La influencia de factores externos: ¿es sostenible la coyuntura exterior?***

Esta favorable coyuntura exterior invita a cuestionar su sostenibilidad y sus implicaciones para la dinámica de los flujos de capitales. No cabe duda de que los ventajosos términos de intercambio observados en la región durante los últimos años desaparecerán algún día y que los desequilibrios internacionales tendrán que acabar ajustándose. Lo que se ignora es hasta qué punto esto afectará a las economías de la región y si con ello se revertiría la evolución de los mercados de capitales. En cualquier caso, no parece probable que tal reversión tuviera un impacto significativo en las economías latinoamericanas, que han sorteado con relativo éxito las recientes alteraciones de los mercados financieros (mayo–junio 2006, febrero–marzo 2007 y el episodio más reciente que comenzó en julio de 2007). Dicho esto, en la reunión se mencionaron cuatro asuntos que preocupan: (i) los precios de los activos podrían estar sobrevalorados, (ii) una parte importante de los flujos parece de carácter especulativo, especialmente los asociados a operaciones de «carry trade», (iii) los mercados financieros de la región aún no han madurado y los inversionistas apenas comienzan a descubrir su funcionamiento, y (iv) en algunos países, el favorable entorno exterior puede haber mermado los incentivos para perseguir reformas más profundas, en concreto de carácter microeconómico (por ejemplo, los regímenes jurídicos y reguladores).

---

<sup>2</sup> El descenso de las primas por riesgo y de la aversión al riesgo también se explica por la innovación financiera y por la posibilidad de diversificar riesgos en los mercados financieros.

### ***La influencia de factores internos: ¿han mejorado las políticas la capacidad de reacción de las economías?***

En la reunión, todos coincidieron en que las nuevas políticas macroeconómicas han mejorado la capacidad de reacción de la región frente a alteraciones externas, señalándose en particular la solidez de sus posiciones fiscales. Países como Brasil, Chile y Perú han implementado leyes de responsabilidad fiscal para reducir el carácter procíclico de las políticas fiscales. Esto, unido a las nuevas prácticas de gestión de la deuda diseñadas para mejorar los perfiles de deuda, ha contribuido a reducir las vulnerabilidades macroeconómicas. Además, los nuevos marcos monetarios adoptados en la mayoría de países han permitido no sólo reducir la inflación, sino también el nivel y la volatilidad de las tasas de interés, contribuyendo así a crear un entorno más estable para el crecimiento y la inversión. Por último, la mayor credibilidad de los regímenes cambiarios también parece haber contribuido de manera importante.

No obstante, algunos asistentes abogaron por la mejora de las políticas macroeconómicas en algunos países, por ejemplo reduciendo su comportamiento procíclico y evitando una apreciación significativa de la moneda que generara vulnerabilidades, imponiéndose una política más activa. La sobrevaloración cambiaria podría obedecer a unos términos de intercambio por encima del nivel de equilibrio a largo plazo o a flujos de capital en gran medida especulativos, por ejemplo a raíz de actividades «*carry trade*» asociadas a las bajas tasas de interés de algunas economías desarrolladas (como Japón y Suiza).

Ciertamente, en la región aún subsisten controversias en torno a las políticas macroeconómicas. El artículo de Ocampo y Vos en esta publicación plantea una perspectiva más amplia de las políticas macroeconómicas en los países en desarrollo, orientada en mayor medida al desarrollo y al crecimiento, que intente mitigar los posibles efectos procíclicos asociados al funcionamiento de los mercados financieros, que facilite entradas de fondos de ayuda más estables, que haga más profundos los mercados financieros y que refuerce las estructuras nacionales de buen gobierno financiero. Los autores defienden que, en un entorno de volatilidad en los flujos de capitales, las fluctuaciones de los tipos de cambio añaden nuevas dificultades. Aunque reconocen las deficiencias de los regímenes de tipo de cambio fijo, no recomiendan los regímenes de libre flotación, ya que tienden a inducir una importante sobrevaloración de la moneda en los buenos momentos, una excesiva desvalorización en los momentos malos, un exceso de volatilidad en los mercados financieros y distorsiones en el patrón de especialización internacional de cada país.

Sin embargo, otros no compartieron esta postura, dudando que los países tuvieran que evitar una apreciación considerable de sus monedas. Para ellos, las recientes tendencias de los tipos de cambio suponen una evolución natural hacia el equilibrio en respuesta a la mejora de los fundamentos económicos propiciada por la mayor credibilidad de las políticas. Se hizo mucho hincapié en este aspecto, que implica que los agentes deben esperar una mejor reacción de las políticas ante diferentes evoluciones y perturbaciones económicas. Un argumento similar se esgrimió acerca del desarrollo de los mercados locales, que al ir madurando, deben mejorar la capacidad de las economías para hacer frente a dichas perturbaciones y a otros cambios estructurales.

### **Diferencias entre el periodo de expansión actual y otros anteriores**

Al analizar los rasgos que distinguen el episodio de expansión actual de otros anteriores, se señaló que los países de la región registran ahora superávits por cuenta corriente (en vez de déficits), que la política fiscal tiende a mostrar mayor disciplina, que el crecimiento del consumo no es tan destacado y que la mayoría del préstamo se destina al sector privado, más que al público. Además, los flujos de capital fluyen ahora entre sistemas financieros más fuertes e inversionistas más sofisticados.

En este contexto, la transparencia reviste mayor importancia, por lo que ahora los mercados parecen penalizar más las malas políticas. Además, las economías parecen mostrar actualmente mayor grado de disciplina, algo esencial para la madurez de las monedas y el desarrollo de los mercados en moneda local<sup>3</sup>.

Ante la pregunta de qué pueden hacer las autoridades frente a los flujos de capital, no existe una respuesta obvia dado que siguen planteándose múltiples disyuntivas. Por ejemplo, el endurecimiento de la política monetaria para reducir el exceso de demanda podría incrementar las entradas de capitales, mientras que una rebaja de las tasas de interés podría tener efectos inflacionistas. Aunque la aplicación de políticas fiscales restrictivas podría dar resultado, su continuo endurecimiento podría toparse con la oposición política. La mayoría de países parecen no plantearse la posibilidad de exigir mayor liquidez y reservas a los bancos, debido al desarrollo de sus mercados locales de capitales. Con la nueva estructura de los mercados financieros, es probable que los fondos fluyan a través de canales no bancarios. Por esa misma razón, no es probable que funcionen los controles de capital del estilo Tobin, aunque algunos países de la región, como Argentina y Colombia, han recurrido en cierta medida a ellos.

### **3. El desarrollo de los mercados de bonos locales**

La rápida expansión de los mercados de bonos locales es uno de los principales avances financieros de los últimos años en las economías de mercado emergentes (EME) (véase CGFS 2007). Jeanneau y Tovar (2008a) describen dichos mercados en América Latina. Gran parte de la reunión se consagró a analizar aspectos relacionados con estos mercados y sus implicaciones para las políticas. En concreto, se debatieron diversos asuntos con el fin de (i) extraer conclusiones a partir de la emisión soberana a lo largo de una década, (ii) debatir las ventajas e inconvenientes de emitir bonos internacionales en moneda local, e (iii) identificar los factores responsables del desarrollo relativamente lento de los mercados de deuda corporativa doméstica. A continuación se analizan estos tres asuntos.

#### **La experiencia de la financiación soberana**

La financiación soberana en los mercados de bonos locales puede ayudar a evitar los descalces de monedas, fortalecer el sistema financiero nacional y permitir el desarrollo de otros mercados relacionados, como el de bonos corporativos o de derivados. Asimismo, la estabilidad macroeconómica se refuerza y se reduce la vulnerabilidad frente a los choques externos.

En la reunión, se mencionaron numerosas conclusiones extraídas del desarrollo de los mercados de deuda pública. En primer lugar, se destacó la importancia de contar con una base de inversionistas bien diversificada para asegurar la sostenibilidad del proceso (véase la Sección 4). En este sentido, la reforma de los fondos de pensiones se consideró clave para fomentar el desarrollo de estos mercados, cuyo éxito requería la presencia de inversionistas nacionales y extranjeros. La experiencia de México sugiere que la participación de inversionistas extranjeros en los mercados locales favorece la diversificación, al tiempo que ayuda a ampliar la duración de la deuda en moneda local.

---

<sup>3</sup> Algunos asistentes a la reunión señalaron que no debía sobrevalorarse la disciplina del mercado, que ha demostrado ser procíclica, es decir inexistente en épocas de auge económico y excesiva durante las crisis.

Un segundo elemento destacado fue la necesidad de que el proceso sea gradual, dando tiempo al mercado para ajustarse a la evolución de la curva de vencimientos y permitiendo que las autoridades realicen los ajustes necesarios.

Por último, algunos participantes alegaron que no siempre era necesario emitir bonos en moneda local, especialmente si el Gobierno sólo emitía pequeños volúmenes, ya que esto podría fragmentar la base de inversionistas y lastrar el desarrollo del mercado. Esto, a su vez, planteó el interrogante de si los países deberían denominar toda su deuda en moneda local o no. Aunque en general parece recomendable cierta diversificación monetaria, algunos gobiernos de la región, que en el pasado han mantenido excesiva deuda en moneda extranjera, han anunciado en los últimos años que dejaban de emitir este tipo de títulos. Obviamente, al analizar estos asuntos se hizo necesario identificar si el riesgo de divisas o de vencimiento había adquirido relevancia. Como demuestran Jeanneau y Tovar (2008a), la deuda *en divisas a largo plazo* se ha permutado en ocasiones por deuda *en moneda local a corto plazo*, aumentando con ello el riesgo de vencimiento. Aunque esto puede despertar cierta preocupación, todos coincidieron en señalar que, durante las últimas crisis, los riesgos de divisas han sido más relevantes que los riesgos de vencimiento.

### **Bonos internacionales en moneda local**

Colombia, Brasil, Perú y Uruguay han emitido bonos internacionales en moneda local, lo que invita a reflexionar sobre las ventajas e inconvenientes de este tipo de emisión y sobre las conclusiones que pueden extraer las economías más pequeñas o aquellas que están saliendo de un periodo de turbulencias.

Los bonos internacionales denominados en moneda local pueden atraer a inversionistas que desean evitar las consecuencias de invertir en mercados locales, ya que estos bonos evitan los descalces de divisas y permiten ampliar los vencimientos más largos de la curva de rendimientos en moneda local (como ocurrió en Brasil y Perú). Sin embargo, también pueden limitar la liquidez de los mercados locales si segmentan la base de inversionistas.

En cuanto a las conclusiones que pueden extraerse, estos bonos se consideran útiles para las economías más pequeñas que necesitan reconstruir sus mercados financieros después de una crisis. Por ejemplo, su uso tras la crisis de Uruguay en 2002 aportó ventajas en tres ámbitos: sostenibilidad fiscal; profundización de los mercados de deuda privada y política monetaria.

La deuda denominada en moneda extranjera puede agravar las presiones fiscales procíclicas, ya que en los momentos de coyuntura favorable, la apreciación de la moneda local reduce los coeficientes de deuda, mientras que en los momentos difíciles, su depreciación los aumenta (véase la Sección 6). Por tanto, la emisión de bonos en moneda local, al reducir la deuda denominada en dólares, suaviza el efecto procíclico de la deuda y mejora su sostenibilidad.

Los bonos internacionales en moneda local, ya sean nominales o indexados a la inflación, permiten calcular mejor la inflación esperada. Además, desde su emisión, los agentes de los mercados locales e internacionales siguen más de cerca el comportamiento de la autoridad monetaria, creando así una especie de «efecto disciplinario».

No obstante, los bonos internacionales suelen ser sólo un sustituto temporal de un mercado líquido de deuda local, que sigue siendo la mejor opción. En concreto, no está claro si su tenencia por parte de inversionistas extranjeros reduce la vulnerabilidad exterior de las economías que los emiten.

## Emisión del sector privado

La expansión de los mercados de bonos en moneda local en la región ha estado dominada por el sector público. Los mercados de deuda corporativa aún son pequeños y su desarrollo no muestra el brío de otras regiones, por ejemplo Asia. Esto se explica por varios motivos.

En primer lugar, el gobierno corporativo, analizado por Ananchotikul y Eichengreen (2008), quienes estudian porqué no se ha progresado más rápido en este ámbito en la región y cómo las reformas pertinentes beneficiarían a los mercados de capitales. Ambos defienden que las mejoras en esta materia se han producido en países con gobiernos estables dispuestos a asumir el costo inicial de estas reformas y donde los inversionistas extranjeros no dudan en secundarlas. También señalan que el gobierno corporativo de América Latina es incompleto y, aplicando un análisis econométrico, sugieren medidas concretas para fomentarlo, como el mantenimiento de un entorno político y macroeconómico estable y la apertura a la inversión foránea. Estos elementos incentivan a los inversionistas y a los poderes públicos para invertir en el futuro.

También podría atribuirse a una serie de factores el subdesarrollo de los mercados de deuda corporativa en la región. En primer lugar, la segmentación de los mercados corporativos por tamaño y solvencia. Las compañías grandes y solventes tienen acceso a diversos mercados crediticios (bancario, público e internacional), mientras que las de mediano tamaño en general no lo consiguen. Igual importancia reviste la regulación de los fondos de pensiones, que sólo les permite invertir en títulos domésticos con una mínima calificación crediticia, limitando con ello el tipo de empresas en que pueden invertir. En segundo lugar, los marcos fiscales actuales pueden mermar el atractivo de estos mercados. Por ejemplo, en México, los ingresos que reportan los títulos de deuda pública están exentos de impuestos, al contrario que los de deuda corporativa. En tercer lugar, los gobiernos de casi todos los países se han centrado en aumentar la liquidez de los mercados secundarios de la deuda pública, dejando de lado los de bonos de empresa. Por ejemplo, en la mayoría de países, las operaciones con pacto de recompra (*repos*) de los bancos centrales no permiten utilizar como colateral los bonos del sector privado ni los títulos estructurados. En México, el banco central permite las operaciones *repo* con deuda de elevada calificación, pero incluso en este caso aún no existe un mercado secundario eficiente para títulos del sector privado. Por último, algunos afirmaron que el desarrollo de los mercados de bonos corporativos podría verse dañado por la escasa presencia local de inversionistas extranjeros.

## Emisión local frente a emisión transfronteriza

En este ámbito, cabe preguntarse si la menor emisión de deuda pública en los mercados internacionales ha dado margen a la emisión corporativa en el extranjero y cómo deciden las empresas si emiten deuda internacional o doméstica.

La menor emisión de deuda soberana en los mercados internacionales tiene implicaciones muy diversas para el sector privado de la región. En México, las compañías privadas más solventes pueden acceder a la financiación local con diferenciales muy escasos sobre el bono de referencia soberano. Los únicos emisores privados que recurren a los mercados internacionales son aquellos cuyas calificaciones crediticias son bajas y no pueden emitir en el mercado local o bien aquellos que buscan vencimientos más largos para sus bonos<sup>4</sup>. Por tanto, mientras que en México parecen existir grandes oportunidades para la emisión corporativa en el extranjero, en otros países de la región no ocurre lo mismo. En Brasil, por

---

<sup>4</sup> Sin embargo, se consideró que era sólo cuestión de tiempo hasta que estas sociedades, que sólo pueden financiarse a largo plazo en el extranjero, comenzaran a acceder al mercado doméstico a largo plazo.

ejemplo, las dificultades de financiación en el mercado local para empresas privadas parecen favorecer la financiación transfronteriza, pues el Gobierno todavía refinancia grandes cantidades de su deuda en divisas a corto plazo en el mercado local y las tasas de interés reales permanecen elevadas. Así pues, los mercados exigen una prima sustancial incluso al Gobierno.

En cuanto a las empresas que pueden emitir localmente, su decisión de financiarse en el mercado doméstico o en el extranjero parece depender de dos factores. Si el costo de utilizar los mercados locales les es favorable, las empresas optarán por esta vía. Sin embargo, a excepción de México y Chile, si se necesita financiación a bajo costo y a largo plazo (ej. a 15–20 años), entonces la financiación en el extranjero es más fácil.

### **El mercado de bonos de titulización de activos (ABS)**

El mercado de ABS en América Latina ha crecido con rapidez en los últimos años, aunque aún se encuentra en plena infancia (véase Scatigna y Tovar (2007)). Asimismo, México y Brasil acaparan casi dos tercios de la actividad regional en este mercado. Teniendo en cuenta las implicaciones de este segmento para los mercados de bonos corporativos, se preguntó a los participantes sobre las perspectivas de crecimiento de la emisión de ABS, su contribución a la mejora de los mercados de capitales locales y su posible ampliación del acceso al crédito bancario. Especial atención se prestó al mercado mexicano, que se ha desarrollado más rápido que otros de la región.

En México, se titulan diferentes tipos de activos, aunque predominan las titulaciones de préstamos hipotecarios (MBS). Los títulos más negociados son los de las Sofoles (Sociedades Financieras de Objeto Limitado), instituciones no bancarias que conceden préstamos en diferentes segmentos crediticios, incluido el hipotecario. En cambio, los bancos no han participado demasiado en esta actividad, en parte por la escasa expansión del crédito tras la crisis de 1994, aunque algunos están empezando a emitir bonos básicos y títulos estructurados, principalmente titulizando hipotecas para adquisición de vivienda.

La titulización puede ayudar a repartir los riesgos, aunque también puede crear otros nuevos. Por ello, las autoridades mexicanas señalaron sus esfuerzos por mejorar el marco de titulización en ámbitos como la vigilancia de las provisiones por impago.

En el momento de la reunión, las perspectivas de crecimiento de la actividad con ABS en la región parecían halagüeñas, aunque algunos participantes indicaron que este optimismo no reflejaba necesariamente cambios fundamentales en el mercado subyacente, sino que a menudo se basaba en expectativas de crecimiento que dependían de la resolución de algunos problemas reguladores. En México, por ejemplo, los reguladores de los fondos de pensiones introdujeron inicialmente controles muy estrictos, forzando así a los fondos a invertir sólo en títulos del Gobierno, pero con el tiempo la oferta de deuda pública resultó insuficiente para las necesidades de estos fondos, de modo que se autorizó la inversión en sociedades con elevada calificación. En la actualidad, los mercados se enfrentan a fenómenos similares, dado que la regulación restringe la inversión en sociedades con baja calificación.

Las operaciones estructuradas también se citaron como canal por el que las sociedades más pequeñas podían acceder a los mercados, aunque se estimaba que el proceso probablemente se desarrollaría de forma distinta a como lo ha hecho en los países avanzados. Mientras que en Europa y Estados Unidos las empresas venden sus propios riesgos y luego emiten títulos estructurados, en América Latina parece que el proceso va en sentido contrario, lo que podría conllevar más tiempo y dinero.

## **¿Continúa siendo la desdolarización un objetivo oficial de algunos países?**

La favorable coyuntura exterior de los últimos años ha brindado la oportunidad de reducir el nivel de dolarización en la región (véase Armas et al (2006)). En la reunión se debatió hasta qué punto éste sigue siendo un objetivo para las autoridades y qué función podrían desempeñar en este sentido instrumentos nuevos como los mercados de bonos en moneda local.

Los países muy dolarizados (Bolivia, Perú y Uruguay) han emitido deuda en moneda local, lo que podría estar estimulando y reforzando el proceso de desdolarización. No obstante, los asistentes señalaron que el objetivo de este tipo de emisión no es la desdolarización per se, sino más bien la reducción de la fragilidad financiera. Por tanto, esta estrategia ha obligado a modificar los marcos reguladores con el fin de que las instituciones financieras asuman el riesgo de la dolarización. En países como Uruguay, el objetivo de esta estrategia ha sido orientar los balances bancarios hacia los títulos denominados en moneda local.

Los participantes afirmaron que, para que los mercados de bonos en moneda local favorezcan el proceso de desdolarización, es necesario optar (al menos para el corto y medio plazo) entre desarrollar un mercado completamente nominal y adoptar un marco indexado a la inflación. Aunque la indexación puede generar dificultades a más largo plazo al limitar la capacidad de los bancos centrales para reducir la inflación, también puede aportar ventajas más inmediatas si se teme por la sostenibilidad del proceso, por ejemplo debido a la inquietud en torno a las políticas fiscales.

## **4. Retos para las políticas: los instrumentos y la base inversora**

El desarrollo de mercados de bonos en moneda local plantea importantes retos a las autoridades. Tres de ellos se analizaron en la reunión: la gama de instrumentos disponibles en los mercados, el fomento de la inversión extranjera en bonos en moneda local para promover la dispersión de riesgos y medidas para ampliar la base de inversionistas.

### **La gama de instrumentos disponibles en los mercados de bonos locales**

La existencia de una gama más amplia de instrumentos de deuda hace más completos los mercados y facilita la cobertura de diversos riesgos. La pregunta entonces es cómo, al determinar las estrategias de inversión, los gestores de deuda soberana pueden encontrar un buen equilibrio entre mercados completos y mercados líquidos.

En la reunión se mencionó que el desarrollo de mercados de bonos exige una cuidadosa coordinación a diferentes niveles. Por el lado de la demanda, los participantes destacaron la necesidad de conocer a los posibles inversionistas en estos títulos, mantener un diálogo abierto con ellos y conocer sus necesidades. Así ocurrió en México, donde el fluido diálogo con los inversionistas extranjeros fue clave para la introducción de nuevos títulos, al ser éstos los mayores demandantes de valores a largo plazo. Para garantizar una sólida demanda, también se estimó necesario el diálogo con inversionistas institucionales como los fondos de pensiones. Por último, se destacó la utilidad del programa para creadores de mercado dirigido por el Ministerio de Finanzas para atraer el interés de los bancos por estos títulos.

Por el lado de la oferta, se destacó la importancia de una comunicación clara y transparente con el mercado, por ejemplo informando a los agentes sobre los planes de emisión. En este sentido, se recalcó la utilidad de los calendarios de emisión, que permiten a los inversionistas conocer con antelación el tipo de instrumentos que se emitirán, sus volúmenes y vencimientos. Además, también ayudan a evitar la segmentación del mercado

entre distintos títulos. Finalmente, se señaló que los emisores podrían favorecer el proceso de formación de precios con la reapertura de emisiones, en vez de emitiendo nuevos títulos.

### ***Los nuevos instrumentos financieros y la gestión de los riesgos***

En la reunión se planteó si las herramientas y prácticas para la gestión de riesgos han evolucionado a la par que los nuevos instrumentos financieros. Aunque estos últimos hacen más completos los mercados y ofrecen oportunidades para cubrir o aumentar la exposición a determinados riesgos, también conllevan implicaciones para la estabilidad financiera que no se conocen del todo. Los debates giraron en torno a los cuatro grandes pilares de la gestión de riesgos: *identificación, cuantificación, reducción y control*<sup>5</sup>.

#### *Identificación y cuantificación del riesgo*

Los asistentes señalaron que los grandes bancos internacionales están al día en cuanto a los instrumentos a su alcance para identificar y cuantificar riesgos, y que su capacidad para utilizarlos ha mejorado en los últimos años. De hecho, como analizan Jeanneau y Tovar (2008b) en esta publicación, los países con sistemas financieros más abiertos deberían beneficiarse del traspaso de conocimientos desde estas instituciones. No obstante, también se destacó que los modelos de riesgo deben basarse en mercados transparentes y líquidos y que el desarrollo de una adecuada infraestructura financiera y jurídica supone un enorme reto para la gestión del riesgo en la región.

#### *Reducción del riesgo*

También se afirmó que los instrumentos financieros eran sólo una forma de gestionar el riesgo y que su desarrollo a veces estaba en función de su capacidad para permitir la cobertura o la especulación financiera. Por tanto, su evolución debería valorarse teniendo en cuenta las necesidades de los agentes nacionales y la disponibilidad de alternativas eficientes para gestionar los riesgos. Por ejemplo, la implantación de un régimen de tipo de cambio variable exige contar con instrumentos eficaces y con reglamentos prudenciales para hacer frente al riesgo de divisas. Sin embargo, en ocasiones los usuarios no son capaces de valorar los riesgos de los nuevos instrumentos, por lo que podría resultar más seguro un desarrollo más gradual o lento. Por último, se recordó el elevado costo que a veces conlleva la aplicación de herramientas sofisticadas de gestión de riesgos en la región, en parte porque las crisis financieras aún están en la memoria de muchos.

#### *Control del riesgo*

El control del riesgo se consideró el mayor reto para los agentes y reguladores financieros. Estos últimos, en concreto, no siempre han sido capaces de determinar si los sistemas de gestión de riesgos son adecuados. Por lo tanto, es posible que las herramientas y prácticas en este ámbito no se hayan desarrollado a la par que los mercados financieros. Los instrumentos financieros tan rápidamente introducidos en las economías desarrolladas pueden resultar más difíciles de digerir en las EME, lo que plantea una serie de retos para el control del riesgo. Sin duda, la innovación financiera otorga una ventaja considerable a las agencias de calificación internacionales con respecto a las locales, que pueden verse incapaces de evaluar estos complicados instrumentos o transacciones. Esta dificultad ha quedado de manifiesto durante los recientes acontecimientos, incluso para las principales agencias internacionales. Muchos asistentes se mostraron inquietos ante la posibilidad de que los bancos locales copien los sofisticados instrumentos desarrollados en el extranjero

---

<sup>5</sup> No hay que olvidar que los nuevos instrumentos financieros se introducen a ritmos distintos según el país, por lo que las implicaciones para la gestión del riesgo son distintas en cada caso.

sin comprender en profundidad su funcionamiento. Por último, hubo quien consideró que las deficiencias del control de riesgos se vieron agravadas por la escasez de analistas financieros cualificados en bancos o en sociedades de inversión institucionales.

### **El papel de los inversionistas extranjeros**

La presencia de inversionistas extranjeros en los mercados de bonos locales ha ido en aumento. Las estadísticas disponibles sobre tenencias de deuda (principalmente títulos locales de deuda pública) muestran que la inversión extranjera creció desde 15.000 millones de dólares en 2003 hasta 200.000 millones a finales de 2006. Es probable que esta tendencia prosiga y que los *hedge funds* aumente su presencia, lo cual plantea dos grandes interrogantes: (i) ¿de qué tipo es la inversión no residente en bonos en moneda local? y (ii) ¿reaccionan de forma distinta los inversionistas extranjeros y los locales ante episodios de volatilidad (como los de mayo–junio 2006 y febrero–marzo 2007)?

En cuanto a la primera pregunta, es difícil generalizar, dado que cada país muestra su propia dinámica y regulación. En lo que sí coincidieron todos los participantes fue en señalar sus importantes beneficios (véase la Sección 3): mayor distribución de riesgos, mejora de la liquidez y posibilidad de emitir con vencimientos más largos. Por ejemplo, se dijo que, en el caso de Brasil, el sistema bancario es la contraparte de las posiciones netas largas con derivados bursátiles mantenidas por los no residentes, de modo que los bancos traspasaban el riesgo de duración a los inversionistas extranjeros, reduciendo en cierta medida la preocupación por la elevada deuda pública mantenida por el sistema financiero local. No obstante, la inversión a través de derivados se consideraba compleja y a menudo poco transparente, e incluso se consideraba una navaja de doble filo, por mejorar la gestión del riesgo permitiendo al mismo tiempo un mayor apalancamiento. Esto plantea retos no sólo para las autoridades financieras, sino también para los que intentan cuantificar el riesgo país y para las contrapartes de operaciones relacionadas.

Los inversionistas extranjeros suelen exponerse a estos riesgos de forma indirecta o cubierta y se consideran limitadas las posibilidades para adoptar *posiciones crediticias* directas mediante títulos de deuda pública o locales. Así, por ejemplo, no existe un mercado de *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS) para títulos locales y, aunque en México ya existe un marco preliminar, la regulación ha impedido el pleno desarrollo del mercado. Si bien México es un caso aislado en la región, al ser un mercado muy abierto que permite a los no residentes invertir fácilmente en deuda pública local y comprar y vender con total liquidez, se mencionaron algunas de sus deficiencias de ámbito operacional y tributario. Los participantes también destacaron la heterogeneidad de los inversionistas extranjeros y también de los locales, cuyos horizontes de inversión difieren sensiblemente. Esta heterogeneidad conlleva reacciones un tanto diversas en momentos de volatilidad, lo que dificulta determinar si los inversionistas residentes realmente se comportan de forma distinta a los extranjeros. No obstante, hubo quien afirmó que estos últimos pueden haber contribuido a la estabilidad financiera, principalmente gracias a sus horizontes de inversión más largos, su aportación de liquidez y su capacidad para hacer los mercados más completos.

### **La ampliación de la base de inversionistas institucionales**

Los inversionistas institucionales han sido fundamentales para el desarrollo de los mercados de deuda y cabe preguntarse (i) hasta qué punto los países han conseguido ampliar su base inversora y (ii) cómo ha influido la regulación en la inversión en bonos en moneda local.

Los participantes expresaron sus dudas acerca de cómo medir el éxito en la ampliación de la base inversora institucional. Dentro de la región, Chile se utiliza a menudo como referente. En este país, los inversionistas institucionales mantienen activos por un valor equivalente al 90% del PIB, del cual el 70% está en manos de los fondos de pensiones y el resto en

compañías de seguros y fondos de inversión. Este alto grado de concentración merma en cierto sentido la condición de Chile como referente, aunque es cierto que los fondos de inversión han ampliado su presencia en los mercados de capitales, en concreto en los de renta fija a corto plazo, mientras que los bonos corporativos están principalmente en manos de fondos de pensión y compañías de seguros.

Los fondos de pensiones son inversionistas cautivos en los mercados de bonos en moneda local y su dominio en ellos tiene implicaciones para la rentabilidad del mercado y para su operativa. En América Latina, gran parte de la deuda pública está en manos de inversionistas institucionales, por lo que cabe preguntarse si esto es el resultado de la regulación o bien de otros factores. Parece que los fondos de pensiones no han aprovechado necesariamente la reciente relajación reguladora para permitir la inversión en el extranjero<sup>6</sup>. Por ejemplo, los límites previamente impuestos por Chile a la inversión transfronteriza obligaron a los fondos de pensiones a aumentar sus tenencias de deuda pública, pero en cuanto se abolieron, comenzaron a crecer sus inversiones en el exterior mientras se reducían sus carteras de bonos del Gobierno. En este caso, los cambios en la regulación estimularon la inversión institucional en el extranjero.

### **¿Hay margen para la creación de un fondo de bonos regionales?**

Si su tamaño impide que la inversión se amplíe a los mercados de bonos domésticos, tal vez la alternativa sea un fondo de bonos regionales. Hace unos años, los bancos centrales asiáticos, en colaboración con el Banco de Pagos Internacionales (BPI), comenzaron a introducir iniciativas para la creación de un mercado regional de deuda. En la actualidad, existen dos fondos de este tipo: el Fondo Asiático de Bonos (ABF) 1 y 2. El ABF 2 intenta fomentar el desarrollo de bonos en moneda local, creando una escala crítica que fija el número de elementos necesarios para el desarrollo de estos mercados, como por ejemplo una infraestructura costosa (ej. servicios de compensación en plataformas de negociación, agencias de calificación, etc.). Al preguntárseles por las ventajas de desarrollar un fondo de bonos similar para América Latina, los asistentes apuntaron que la cooperación financiera en la región ha estado dominada por bancos subregionales de desarrollo, dedicados principalmente a economías de pequeño y mediano tamaño. Sin embargo, más allá de estas instituciones regionales, nadie percibía margen alguno para una cooperación regional similar al ABF2<sup>7</sup>, aunque los bancos multilaterales de desarrollo (como el Banco Interamericano de Desarrollo y el Banco Mundial) han introducido iniciativas para fomentar los mercados de bonos locales.

En general, los mercados de América Latina se consideraban tan dispares (en términos de regulación, tributación, monedas y tamaño), que en la práctica se antoja difícil implementar una iniciativa regional. Pese a todo, algunos asistentes reconocieron que la creación de los ABF obligó a los países participantes a examinar las peculiaridades de sus mercados de bonos nacionales que dificultaban el acceso a los no residentes, por lo que este tipo de iniciativas podría ayudar a armonizar las prácticas en este sentido, estimulando con ello la inversión extranjera. Algunos asistentes, sin embargo, consideraban estas iniciativas como un «grano de arena en el desierto», por su insignificante tamaño.

---

<sup>6</sup> No obstante, persisten reglamentos estrictos sobre el tipo de activos en que pueden invertir.

<sup>7</sup> Tal vez, la única iniciativa comparable sea el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR), un proyecto andino al que se han unido recientemente Costa Rica y Uruguay.

## **5. Implicaciones para la transmisión de la política monetaria**

Los mecanismos para la transmisión de la política monetaria en las EME han cambiado radicalmente en la última década (véase BIS (2008)). En la actualidad, los bancos centrales de América Latina recurren menos a medidas de control monetario (como máximos crediticios, controles sobre las tasas de interés, etc.) y más a los instrumentos de mercado. El desarrollo de los mercados de deuda a largo plazo es un ejemplo de cómo han crecido los mercados financieros de la región. Así pues, para que la política monetaria pueda operar con eficacia, se necesitan mercados más desarrollados y eficientes. Los vínculos entre los mercados financieros y los marcos de política monetaria invitan a plantearse cómo se ve afectado el mecanismo de transmisión de la política monetaria cuando los mercados financieros son incompletos e imperfectos. El artículo de Jeanneau y Tovar (2008c) en esta publicación se ocupa precisamente de este asunto.

### **Los mercados financieros y el mecanismo de transmisión**

El grado de desarrollo de los mercados financieros influye en el mecanismo de transmisión de la política monetaria. En este sentido, hay que analizar (i) cómo ha afectado a dicho mecanismo el desarrollo de los mercados locales (tanto a corto como a largo plazo) y (ii) sus implicaciones para los países con objetivos de inflación.

#### ***El impacto sobre el mecanismo de transmisión***

Los asistentes tuvieron dificultades para identificar las formas en que el desarrollo de los mercados financieros influye en el mecanismo de transmisión de la política monetaria. No obstante, se escucharon opiniones de todo tipo. Por ejemplo, se dijo que el desarrollo de esos mercados podría aumentar los efectos de la política monetaria sobre los balances y los precios de los activos, que el canal de las tasas de interés se había reforzado y que el canal del préstamo bancario podría haberse ampliado y tal vez modificado con la expansión del crédito bancario a nuevos segmentos del mercado como los hogares y las empresas medianas. De hecho, las fuertes restricciones al crédito, tan presentes en la región en el pasado, se han ido relajando, mejorando así el acceso al préstamo.

En América Latina, el control monetario indirecto siempre se ha visto dificultado por la inexistencia de los tramos a medio y largo plazo en las curvas de rendimiento nominal. Así pues, el desarrollo de los mercados de deuda local debería reforzar el canal de las tasas de interés. No obstante, también se señaló que en algunas economías pequeñas, como Bolivia, Costa Rica y Uruguay, el reto estaba en llevar esto a la práctica.

Los tipos de cambio fijos o semifijos ya no son la norma, a lo que ha contribuido en algunos países el proceso de desdolarización. Además, la adopción de objetivos de inflación junto con regímenes cambiarios más flexibles ha reducido la información que aportan los tipos de cambio sobre las expectativas de inflación. La apreciación de la moneda nacional cuando el banco central eleva las tasas de interés por encima del nivel predominante en los principales centros financieros puede provocar dilemas para la política monetaria y hacer difícil explicar que ésta no está comprometida con los tipos de cambio. Además, el exceso de liquidez a escala global ha complicado la instrumentación de la política monetaria en numerosas economías.

#### ***Implicaciones para los objetivos de inflación***

En la reunión se señaló el desarrollo de mercados financieros nacionales como un factor positivo para los países con metas de inflación, ya que aporta un mecanismo transparente y económico para que el banco central implemente sus decisiones sobre las tasas de interés a través de operaciones de mercado abierto basadas en acuerdos con pacto de recompra (*repos*) con títulos de deuda pública. También se citó la ampliación de la curva de

rendimientos como un método más fiable para conocer las expectativas de los agentes en cuanto a las decisiones oficiales. Asimismo, el anclaje de las mismas se consideró esencial para el éxito de los objetivos de inflación, lo cual exigía un mercado de deuda pública.

Al mismo tiempo, también se señalaron algunas dificultades para gestionar este tipo de objetivos, por ejemplo cuando los bancos centrales también persiguen la estabilidad financiera pero el mecanismo de transmisión no está completamente operativo o el mercado financiero aún está subdesarrollado. Entre las razones citadas para ello se encuentran: (i) al adoptar sus decisiones de política monetaria, los bancos centrales pueden tener que considerar aspectos relativos al mercado de deuda pública, en vez de centrarse únicamente en cumplir el objetivo de inflación; (ii) los mercados de bonos también pueden alterar o eliminar la transmisión de la política monetaria, en concreto si permiten a los bancos reducir el impacto de las variaciones de la tasa de interés oficial (por ejemplo, en 2006–07, los bancos en Colombia podían no aplicar las subidas de tasas oficiales dictadas por el banco central, por lo que el aumento oficial de 225 pbs prácticamente no se notó en las tasas del mercado); y (iii) las tasas de interés oficiales afectan más a mercados sensibles como el de la vivienda (que a su vez es más sensible a los diferenciales soberanos).

En países con mercados de bonos más desarrollados, como México, los retos han sido distintos. La liquidez de la curva de rendimientos hasta los 20 años ha permitido al banco central comenzar a extraer información de ella y analizar sus implicaciones. Sin embargo, al igual que en los países desarrollados, han comenzado a plantearse algunos rompecabezas, como el famoso «enigma» estadounidense, ya que cuesta entender las reducidas tasas de interés a largo plazo y no está claro si éstas implican expectativas de inflación bien ancladas, perspectivas económicas débiles o bien aspectos más técnicos.

### **Bancos centrales, ministerios de finanzas y mercados de bonos**

En cuanto la función de los bancos centrales en el desarrollo de los mercados de bonos, cabe preguntarse hasta qué punto contribuyen sus actuaciones para mejorar la liquidez y la transparencia del mercado monetario a corto plazo. Asimismo, el destacado papel que juegan los ministerios de finanzas en el desarrollo de los mercados financieros lleva a preguntarse cómo deben coordinar con los bancos centrales sus estrategias de gestión de la deuda, por ejemplo en cuanto a vencimientos y liquidez.

Los bancos centrales pueden ser esenciales para el desarrollo de los mercados de bonos, por ejemplo ayudando a crearlos (ya sea en términos nominales o indexados) o proporcionándoles liquidez (por ejemplo, a través del mercado de *repos*). No obstante, numerosos bancos centrales de la región han encontrado dificultades para desarrollar los mercados de *repos*, en parte por el exceso de liquidez o por la reticencia de los bancos comerciales a recurrir a préstamos del banco central, un problema especialmente acuciante en países con historial de crisis. En general, parece que el desarrollo de estos mercados exigirá mayor esfuerzo por parte de los bancos centrales, que tendrán que abordar cuestiones relativas a la regulación del sistema de pagos.

En este sentido, se consideró esencial el buen diálogo entre los bancos centrales, los ministerios de finanzas y los agentes del mercado, en concreto debatir con los bancos centrales los planes de gestión de la deuda pública para conocer su opinión. Sin embargo, también se destacó que las funciones han de estar perfectamente definidas entre estas instituciones, y a ser posible delimitadas.

## **6. Implicaciones para la estabilidad financiera**

Para saber si la estabilidad económica regional ha mejorado a raíz del desarrollo de mercados de capital, el artículo de Acevedo et al en este número estudia cómo han afectado

los cambios en la composición de monedas de la deuda pública al riesgo financiero de algunas EME, como Brasil, Colombia y Uruguay. Los autores encuentran que, dada la apreciación monetaria observada en los últimos años, los coeficientes de deuda habrían sido menores si no hubiera variado la composición de monedas en la deuda pública. Ello ilustra cómo los gobiernos de la región, y en general del conjunto de EME, han aprovechado la ventajosa coyuntura internacional para transformar las estructuras de deuda incluso a costa de incurrir en estos costos a corto plazo. Los autores también realizan pruebas contrafácticas para escenarios de turbulencia financiera (similares a los recientes brotes de crisis) y encuentran que la vulnerabilidad de la deuda de estas economías se ha reducido, aun teniendo en cuenta los costos a medio plazo asociados a la transformación de las estructuras de deuda. Ahora bien, estas reducciones no son uniformes, pues mientras son palpables en Brasil, donde la deuda tiende a estar denominada en divisas, lo son menos en Colombia y Uruguay. En general, el artículo destaca que para modificar la composición monetaria de la deuda, hay que comparar los posibles costos a corto plazo con las ganancias a largo plazo derivadas de la menor dependencia de la deuda en divisas.

Los asistentes coincidieron en que la estabilidad financiera había mejorado al haberse mitigado los mecanismos que amplifican los efectos de las fluctuaciones del tipo de cambio sobre los balances, como por ejemplo los descalces de monedas (véase Jeanneau y Tovar (2008b)). Aun así, preocupaban las consecuencias transitorias o permanentes del desarrollo de los mercados locales. También se advirtió que los mercados podrían replegarse en momentos de tensión.

Otro aspecto mencionado fue que el impacto de la integración de los mercados de capital sobre la estabilidad financiera puede depender de la eficiencia con la que el mercado asigne recursos y de la disponibilidad de instrumentos para la distribución del riesgo. Así pues, cualquier deficiencia en estos ámbitos podría aumentar la vulnerabilidad ante cambios bruscos en los flujos de capital.

Otro ámbito de tensión citado fueron los objetivos dobles de estabilidad de precios y estabilidad financiera, considerados como un obstáculo para la libre flotación del tipo de cambio. En este sentido, se indicó que la restricción de la oscilación cambiaria no debía verse como una medida anticíclica de política monetaria, sino como parte de la gestión de riesgos en un contexto de mercados incompletos y excesiva asunción de riesgos. En tales circunstancias, estaría justificada la actuación de los bancos centrales sobre los flujos de capitales, como por ejemplo su intervención en el mercado de divisas. Sin embargo, no hubo consenso en cuanto a cómo determinar la mejor estrategia para dicha intervención. Por ejemplo, mientras unos defendían que había que centrarse en el tipo de cambio real, no en el nominal, otros recomendaban tener en cuenta el horizonte temporal esperado para los flujos de capital e incluso valorar la capacidad para esterilizar las intervenciones sin comprometer el objetivo de inflación. No todos compartieron los argumentos a favor de la intervención activa en los mercados de divisas, alegando sobre todo sus efectos secundarios. Así pues, se dijo que dichas intervenciones suelen desplazar el tipo de cambio en una única dirección, generando con ello más entradas de capital y presiones sobre el tipo de cambio, por lo que eran preferibles los regímenes de libre flotación, que permiten la evolución bidireccional de la moneda activando con ello mecanismos de estabilización para evitar los efectos de «bola de nieve» sobre el tipo de cambio y sobre los flujos de capital vistos en el pasado. Otro argumento contrario a las intervenciones fue la garantía implícita de estabilidad que suele asociarse al rescate automático de inversionistas en dificultades, que distorsiona los incentivos para desarrollar instrumentos adecuados para la gestión de riesgos. Como se analizó en la Sección 2, la falta de consenso en torno a la gestión del tipo de cambio parecía asociarse al hecho de que, en opinión de algunos, éste desempeña una doble función (para la estabilidad financiera y para la competitividad de la economía real), mientras que para otros, el objetivo de la política monetaria es únicamente la estabilidad de precios. No obstante, la mayoría estuvo de acuerdo en la importancia de crear incentivos para el desarrollo de instrumentos de gestión del riesgo en los mercados financieros.

## 7. Vulnerabilidades y retos pendientes

Las favorables condiciones de financiación actuales para América Latina son en parte el resultado de los elevados precios de las materias primas y del positivo entorno financiero internacional. La opinión entre la mayoría de participantes en cuanto a que la coyuntura externa actual era insostenible invitaba a la cautela sobre las perspectivas a medio plazo para la región, más aún teniendo en cuenta que ya se vivió una situación similar en la década de los 70 que se saldó con un ciclo de auge y recesión. Sin duda, no está claro hasta qué punto habría que inquietarse por una eventual recesión en la región. Ante el reciente cambio observado en las condiciones financieras mundiales, los principales interrogantes son: (i) cómo evolucionará la crisis que se originó en el mercado *subprime* de Estados Unidos y (ii) cómo se adaptarían las EME, y en particular América Latina, a una profunda corrección de los mercados financieros.

Pese a la incertidumbre que rodea al sistema financiero mundial, parece que las economías latinoamericanas están ahora en mejor situación de aguantar condiciones adversas. Como ya se ha mencionado, este optimismo se ve respaldado por el desarrollo de los mercados de bonos, las herramientas y prácticas para la gestión de la deuda, y las políticas reguladoras. La mayoría de los países de la región también están avanzando en el frente de las políticas fiscales, monetarias y cambiarias. No obstante, las autoridades no deben bajar la guardia ante posibles deficiencias financieras, que aún son muchas. Por esta razón, en la reunión se enfatizó la necesidad de evitar ser complacientes con respecto al progreso alcanzado hasta ahora, pues los mercados financieros aún ofrecen margen para el desarrollo y el refuerzo.

## Referencias

Acevedo, P., E. Alberola y C. Broto (2008): «La expansión de la deuda local y la reducción de la vulnerabilidad: estudio de seis países proclives a las crisis», en este número.

Ananchotikul, S. y B. Eichengreen (2008): «Los entresijos de los mercados de capitales de América Latina», en este número.

Armas, A., A. Ize y E. Levy-Yeyati (2006): *Dolarización Financiera: la Agenda de Política*, Banco Central de Reserva del Perú.

Banco de Pagos Internacionales, BPI (2007): «Estabilidad financiera y mercados de bonos en moneda local», *CGFS Publications*, nº 28

BPI (2008): «Transmission mechanisms for monetary policy in emerging market economies», *BIS Papers Series*, nº 35.

Jeanneau, S. y C. Tovar (2008a): «Los mercados de bonos en moneda local de América Latina: una panorámica general», en este número.

Jeanneau, S. y C. Tovar (2008b): «Implicaciones de los mercados de bonos en moneda local para la estabilidad financiera: un resumen de los riesgos », en este número.

Jeanneau, S. y C. Tovar (2008c): «Los mercados de títulos locales y la política monetaria en América Latina: presentación e implicaciones», en este número.

Ocampo, J. y R. Vos (2008): «El margen para las políticas y el cambiante paradigma en la instrumentación de las políticas macroeconómicas en los países en desarrollo», en este número.

Quispe, M. y D. Vilan (2008): «Tendencias de financiación en América Latina», en este número.

Scatigna, M. y C. Tovar (2007): «Titulización en América Latina», *Informe Trimestral del BPI*, septiembre.