

CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS

BOLETÍN

VOLUMEN LI, NÚMERO 3

JULIO-SEPTIEMBRE DE 2005

CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS

ASAMBLEA

Bancos Centrales Asociados (*vox et votum*) y Miembros Colaboradores (*vox*)

JUNTA DE GOBIERNO, 2005-2007

Presidente: Banco Central de la República Argentina

Miembros: Banco Central de Belice; Banco Central de Brasil; Banco Central de Costa Rica; Banco de México (permanente); Banco Central de Reserva del Perú; y Banco Central de Venezuela.

AUDITORÍA EXTERNA

Banco de México

PERSONAL DIRECTIVO

Director General
Kenneth Coates

Subdirector General
José-Linaldo Gomes de Aguiar

Coordinadora Institucional de Capacitación
Jimena Carretero Gordon

Coordinador Institucional de Programas y Reuniones Técnicas de Banca Central
Fernando Sánchez Cuadros

Coordinador Institucional de Servicios de Información
José de Jesús Sobrevilla Calvo

Boletín es una publicación del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, Durango nº 54, México, D. F., 06700. Aparece al fin de cada trimestre. ISSN 0186 7229.

CEMLA BOLETÍN

ÍNDICE

109 **Nota editorial**

111 **Evolución reciente de los sistemas de pagos de alto valor: equilibrando la liquidez y el riesgo**

Antoine Martin

123 **Un resumen de la crisis bancaria de Venezuela de 1994: principales elementos y actuación del banco central**

Luis E. Rivero M.

135 **La perspectiva económica en las normas de información financiera**

Jorge Pérez Ramírez

157 **Autoridades de los bancos centrales latinoamericanos y otras instituciones miembros del CEMLA**

159 **Actividades del CEMLA durante junio-agosto de 2005**

Los trabajos firmados son responsabilidad exclusiva de los autores y no coinciden necesariamente con el criterio del CEMLA.

VOLUMEN LI

NÚMERO 3

JULIO-SEPTIEMBRE DE 2005

Nota editorial

Entre las actividades que la mayor parte de los bancos centrales del mundo realizan, destaca su participación en los Sistemas de Pagos de cada país, debido a que esos sistemas, al formar parte de la infraestructura financiera, son el medio a través del cual se transmiten los efectos de la política monetaria y promueven en general la eficiencia económica. Además fallas en los sistemas de pagos de alto valor pueden afectar la estabilidad del sistema financiero. En este número del Boletín se publica el artículo “Evolución reciente de los sistemas de pagos de alto valor: equilibrando la liquidez y el riesgo”, de Antoine Martin, economista del Banco de la Reserva Federal de la ciudad de Kansas. En su trabajo el autor plantea respuestas a preguntas como: ¿Cuán confiables son los sistemas de pagos? ¿Cómo debe proporcionarse la liquidez a los participantes del sistema? Y ¿Cómo pueden los bancos centrales protegerse de un riesgo excesivo? Después de analizar los sistemas de la Unión Europea, Estados Unidos y Canadá, el autor explica que a medida que un sistema es más líquido aumenta el riesgo de un incumplimiento en la liquidación de las operaciones. Para concluir describe como el progreso tecnológico está permitiendo atenuar ese riesgo.

En otra vertiente de la estabilidad financiera, se publica el trabajo “Un resumen de la crisis bancaria de Venezuela de 1994: principales elementos y actuación del banco central”. Luis E. Rivero, asesor de la Presidencia del Banco Central de Venezuela, pasa revista a como la naturaleza peculiar de los bancos genera la posibilidad de las crisis bancarias, para posteriormente analizar las causas de la crisis bancaria de 1994. Presenta la legislación que enmarca la actividad de la autoridad monetaria en ese país y describe tanto la actuación del Banco Central de Venezuela como las consecuencias para la economía de no haber intervenido en esa crisis como lo hizo. Finalmente el autor ilustra acerca de la magnitud y el costo de la crisis, para concluir que la política de auxilios financieros aplicada, logró mantener el sistema financiero y económico funcionando.

El tercer artículo que se publica se refiere a un tema más específico pero también íntimamente vinculado con la estabilidad financiera. Jorge Pérez Ramírez, de la Dirección de Regulación Contable del Banco de España, escribe sobre “La perspectiva económica en las normas de información financiera”. Con base en una reciente circular del Banco de España en la que se establecen normas para modernizar la información financiera y contable que suministran las entidades de crédito españolas, el autor presenta una visión global de los fundamentos económicos de esas normas. Considera que en esa circular se establece la estructura conceptual para alcanzar un sistema coherente de conceptos y objetivos que orienten las transacciones que deben registrar en los estados financieros, así como la forma de valorarlas y comunicarlas a los usuarios de la información financiera, de forma que estos puedan comprender mejor la información que se les ofrece y tengan una mayor confianza en ella. En este artículo se revisan los objetivos y limitaciones de la información financiera, sus características y los elementos que la componen. Posteriormente se analiza el fondo económico y la forma jurídica, tratando lo relativo a la fórmula contractual y al contenido económico de las transacciones, al control de los recursos económicos y al Fondo de Comercio (o crédito mercantil). Se dedica un apartado al valor razonable o justo, analizando los antecedentes, su definición y la estimación del valor razonable de los instrumentos financieros. Por último se hace referencia a la memoria en donde el autor destaca la importancia de que los usuarios conozcan los riesgos financieros en que incurre la entidad y la información sobre las “partes vinculadas”.

En las páginas finales de este número, como es costumbre se presentan actualizaciones de las autoridades de los bancos centrales latinoamericanos y otras instituciones miembros del CEMLA, así como la información de las actividades desarrolladas trimestralmente, por este Centro de Estudios.

Evolución reciente de los sistemas de pagos de alto valor: equilibrando la liquidez y el riesgo*

Antoine Martin

I. Introducción

Los sistemas de pagos de alto valor han evolucionado rápidamente en los últimos 20 años, buscando continuamente un equilibrio razonable entre proveer liquidez y mantener el riesgo de liquidación bajo control. Cambios en el diseño o en las políticas de administración del riesgo de estos sistemas fueron necesarios, en parte, debido al crecimiento en el valor de sus transacciones. Por ejemplo, en Estados Unidos el valor de las operaciones en el Fedwire, el sistema de pagos de alto valor de la Reserva Federal, aumentó de cerca de 50 veces el PIB en 1989 a más de 62 veces el PIB en el 2003. Este valor excedió los \$ 704 billones en el 2003. Este crecimiento aumentó las preocupaciones de que fallas de liquidación de una institución grande podrían provocar consecuencias económicas severas. La interrupción en las liquidaciones después del 11 de septiembre de 2001, trajo un nuevo enfoque a preguntas como: ¿cuán confiables son los sistemas de pagos?, ¿cómo debe proporcionarse la liquidez a los participantes del sistema? y ¿cómo pueden los bancos centrales protegerse de un riesgo excesivo?

Este artículo considera la evolución de los sistemas de pagos de alto valor a la luz de la disyuntiva entre proporcionar liquidez y limitar el riesgo de liquidación. Las modificaciones principales a nivel mundial en los últimos 20 años reflejan un cambio de énfasis hacia un mayor control del riesgo de liquidación. Muchos países han reemplaza-

do los sistemas de liquidación neta diferida, los cuales son muy líquidos pero vulnerables al riesgo de liquidación, con los sistemas de liquidación bruta en tiempo real que controlan mejor el riesgo pero son menos líquidos. Incluso Estados Unidos, que ha tenido un sistema de liquidación bruta en tiempo real desde el inicio del Sistema de la Reserva Federal, han introducido cambios orientados a controlar mejor el riesgo.

La segunda sección del artículo proporciona algunos antecedentes sobre los sistemas de pagos de alto valor y discute la disyuntiva entre proveer liquidez y controlar el riesgo de liquidación. La tercera describe la evolución reciente de los sistemas de pagos y explica cómo este desarrollo fue estimulado por las crecientes preocupaciones sobre fallas de liquidación, particularmente en la Unión Europea, Estados Unidos, y Canadá. La cuarta explica algunas de las diferencias entre tres de los principales sistemas de pagos de alto valor. La sección quinta describe cómo el progreso tecnológico y los computadores más rápidos están permitiendo que los nuevos sistemas combinen las mejores características de los sistemas de liquidación neta diferida y de los de liquidación bruta en tiempo real. Estos sistemas ofrecerían un mejor *trade-off* entre liquidez y riesgo. Finalmente, en la sexta sección se presenta la conclusión.

II. El *trade-off* entre la liquidez y el riesgo en los sistemas de pagos de alto valor

Las transacciones económicas que no implican trueque deben ser canceladas mediante una transferencia de fondos desde el comprador al vendedor. Las infraestructuras que facilitan tales transferencias se denominan sistemas de pagos. Una

* Traduce y publica el CEMLA, con la debida autorización, el artículo de A. Martin, economista, del Banco de la Reserva Federal de la Ciudad de Kansas, del original en inglés publicado en *Economic Review*, vol. 90, nº 1, primer trimestre de 2005, pp. 33-57. Este artículo en su versión inglesa se encuentra en el sitio web del Banco: www.kansascityfed.org.

parte importante de la mayoría de los sistemas de pagos modernos son los mecanismos que permiten la transferencia de grandes pagos, sensibles al tiempo, entre bancos y otras instituciones financieras. Estos sistemas de pagos de alto valor, forman la estructura básica que permite que otras partes del sistema de pagos funcionen mejor. Un aspecto clave del diseño de un sistema de pagos de alto valor es cómo equilibrar la liquidez con el riesgo de una falla en una liquidación.

1) *Liquidez y riesgo en un sistema de pagos de alto valor*

La liquidez de un sistema de pagos está determinada por la facilidad de realizar un pago en un momento dado del tiempo. A menudo, durante un día de negociaciones, un participante del sistema quiere efectuar un pago urgente cuando los fondos necesarios no están disponibles aunque sabe que estos fondos lo estarán más tarde en el transcurso del día.¹ Debido a que, por la naturaleza de este tipo de pago, la demora no es una opción, un sistema de pagos de alto valor bien diseñado debe permitir que los participantes adquieran fondos cuando sea necesario a través de un crédito intradiario. Mientras más fácil sea obtener estos fondos, más líquido es el sistema. En un sistema totalmente líquido, cualquier participante podría realizar un pago en cualquier momento, sin importar los saldos corrientes del participante con respecto a otros participantes o a la institución de pago del sistema. La institución liquidadora es tradicionalmente el banco central.² Un sistema totalmente líquido se alcanza, por ejemplo, permitiendo el acceso al crédito intradiario sin restricciones y costo alguno.

Pero como resulta más fácil obtener crédito intradiario, y el uso de este se generaliza, el riesgo de que algún crédito sea incumplido aumentará. Puesto que los participantes del sistema pueden no estar en capacidad de pagar sus obligaciones a la institución que les extendió el crédito, este tipo de riesgo puede crear el riesgo de liquidación. El término riesgo de liquidación se utiliza generalmente para designar al riesgo de que la liquidación en un sistema de transferencia no ocurrirá según lo esperado, debido al riesgo de crédito o al

¹ Por ejemplo, Zhou (2000) anota que: "En general, un banco tiene poco control sobre la llegada de las peticiones de pago de salida de sus clientes si son requerimientos urgentes (sensibles al tiempo), y el flujo de sus transferencias de fondos entrantes (que dependen de las decisiones de sincronización de otros bancos al inicio de los pagos)."

² Existe una distinción entre una institución liquidadora y el agente liquidador. Este último es la institución que maneja el proceso de liquidación. En muchos casos, el agente liquidador es también la institución liquidadora.

riesgo de liquidez (BIS, 2003). El riesgo de un sistema depende de la probabilidad de que un participante incumplirá sus obligaciones con otros participantes o con la institución liquidadora del sistema. En un sistema totalmente libre de riesgo, el incumplimiento nunca ocurrirá. Esto se lograría si a ninguna transacción se le permitiese crear una obligación para los participantes del sistema o para su institución liquidadora.

Existe un *trade-off* fundamental entre liquidez y riesgo de liquidación. Un sistema puede volverse más líquido si se les facilita a los participantes el endeudarse en préstamos intradiarios, pero este endeudamiento aumenta el potencial de incumplimiento y de falla en el pago con la institución que extiende el crédito. En cambio, un sistema puede ser menos riesgoso mediante la eliminación de transacciones que tienen una mayor probabilidad de que resulten en incumplimiento, pero la reducción de las transacciones disminuirá la liquidez del sistema.

Resulta interesante ver dos ejemplos históricos de los sistemas de liquidación que aproximan los dos casos extremos del *trade-off*. Antes de 1986, la Reserva Federal no tenía casi ninguna restricción al uso del crédito intradiario para los pagos sobre el Fedwire, el principal sistema de pagos de alto valor interno en Estados Unidos. Como consecuencia, el sistema era extremadamente líquido, pero la Reserva Federal adquiría potencialmente grandes riesgos. Hoy en día, como se discutirá abajo, varias restricciones al uso del crédito intradiario protegen mejor la Reserva Federal, con un costo en términos de la liquidez.

En el otro extremo del espectro se encontraba el sistema de la Compensación Interbancaria Suiza (SIC, por sus siglas en inglés), el sistema Suizo, desde 1987 hasta 1999. Durante este período, el Banco Nacional Suizo no proporcionó crédito intradiario a precio alguno, lo cual hizo inmune al sistema al riesgo de liquidación, pero a un costo potencialmente importante en términos de liquidez. Los pagos en el SIC podían ser diferidos por largos períodos hasta que los fondos estuvieran disponibles para su procesamiento. El costo en términos de liquidez probablemente excedió el beneficio generado por la eliminación del riesgo de liquidación. Estas consideraciones costo/beneficio contribuyeron a la decisión del Banco Nacional Suizo para iniciar el acceso al crédito intradiario en 1999.

2) *Sistemas de liquidación neta diferida y de liquidación bruta en tiempo real*

Históricamente, los dos tipos principales de sistema de pagos de alto valor han ofrecido distintos

equilibrios entre liquidez y riesgo de liquidación. Estos dos tipos son los sistemas de liquidación neta diferida (LND, por sus siglas en español o DNS, por sus siglas en inglés) y los sistemas de liquidación bruta en tiempo real (LBTR, por sus siglas en español o RTGS, por sus siglas en inglés).³ Para entender las diferencias entre los dos, una breve revisión de cómo funcionan los sistemas de pagos es útil. Cuando el banco A desea efectuar un pago al banco B bajo un sistema de pagos de alto valor, envía tradicionalmente un mensaje a la institución liquidadora. Una vez que éste ha sido recibido, la institución liquidadora hace la transferencia de fondos en sus libros. Dependiendo de la naturaleza del sistema, esta transferencia se producirá inmediatamente o con un retraso. También, la institución liquidadora puede procesar los pagos individualmente, sobre una base bruta, o mediante la compensación de varios pagos antes de que sean procesados. En el último caso, se dice que los pagos son neteados. El neteo tiene la ventaja de reducir la necesidad por liquidez puesto que solamente el saldo neto del valor de un conjunto de pagos necesita ser transferido. En un sistema LBTR, la institución liquidadora transfiere fondos en sus libros inmediatamente (en tiempo real) y sobre una base bruta (cada pago es procesado individualmente). En contraste, en un LND la institución liquidadora realiza la transferencia de fondos con un retraso (usualmente en un tiempo especificado con anticipación como por ejemplo al final del día de negociación) y netea todos los pagos.⁴

Aunque muchos países utilizaron sistemas LND hasta mediados de los ochenta, estos han sido abandonados gradualmente, dejando muy pocos sistemas LND aún en operación en el G-10 y en otros países desarrollados en la actualidad. En Estados Unidos, CHIPS, un sistema de propiedad privada y operado por la Clearing House Interbank Payments Company, L.L.C., fue un sistema LND hasta el 2001. El sistema de transferencia de alto valor en Canadá (STAVS o LVTS, por sus siglas en inglés) sigue siendo ejemplo de un sistema de

³ Shen proporciona una introducción a estos conceptos. Debe observarse que algunos sistemas de liquidación no son sistemas de liquidación neta diferidos ni sistemas de liquidación bruta en tiempo real. Un ejemplo, de tal sistema es el sistema de Liquidación de Enlace Continuo (CLS, por sus siglas en inglés), un sistema usado para liquidar transacciones en divisas. Khan y Roberds (2001a) proveen más información sobre el CLS.

⁴ Los pagos pueden ser neteados sobre una base bilateral o multilateral. Los pagos son neteados sobre una base bilateral cuando los pagos de solo dos instituciones son neteados al tiempo, antes de que sean liquidados. Si los pagos de más de dos instituciones son neteados simultáneamente, entonces se dice que los pagos son neteados sobre una base multilateral.

liquidación neta aún en operación.⁵ Ejemplos de sistemas LBTR incluyen al Fedwire en Estados Unidos, TARGET en el área del euro, y el SIC en Suiza.

Estos dos tipos de sistema de pagos de alto valor ofrecen diferentes *trade-offs* entre liquidez y riesgo. Los sistemas LND son tradicionalmente más líquidos que los LBTR, pero también son más vulnerables al riesgo de liquidación. En los LND, los participantes implícitamente se proporcionan mutuamente crédito a una tasa de interés cero hasta que ocurre el tiempo de liquidación. De hecho, en ese momento sólo el saldo de los pagos efectuados y recibidos importa, no el orden en el cual fueron realizados y recibidos. Por ejemplo, considere un banco que efectúa un pago de \$ 10 millones y posteriormente recibe un pago de valor equivalente antes de que ocurra el próximo momento de liquidación. En un sistema LND, los valores de los pagos se compensan entre ellos de modo que en el momento de la liquidación el banco no necesita reservas para liquidar los dos pagos.⁶ En un LBTR, en cambio, el banco debe tener acceso a \$ 10 millones en reservas para realizar el primer pago. Este ejemplo ilustra cómo los sistemas de liquidación neta economizan en la liquidación de saldos. El acceso a esta clase de crédito implícito puede ser limitado por restricciones al tamaño de las posiciones de los participantes o por restricciones en las garantías. Sin embargo, los sistemas LND son muy líquidos porque existen pocos impedimentos a los pagos que son efectuados.

La desventaja de los sistemas LND es que son vulnerables al riesgo de liquidación. Un banco podría volverse insolvente entre el momento en que la orden de pago es enviada y el momento en que el pago es liquidado. Por lo tanto, los sistemas LND deben especificar un conjunto de reglas o procedimientos que describen cómo se manejan las transacciones en el caso de incumplimiento en la liquidación. Un procedimiento con frecuencia adoptado se llama "revocar la liquidación". Si un participante del sistema de pago incumple con la liquidación, todas las transferencias involucradas con éste se eliminan del sistema, y las obligaciones de la liquidación de las transferencias restantes entonces se recalculan (BIS, 2003). El riesgo de la pérdida financiera asociado a este procedimiento se llama riesgo de reversión. Este riesgo es preocupante porque podría potencialmente crear una cascada de incumplimientos. De hecho, el fallo en la recepción

⁵ Sin embargo, como se precisará abajo, el STAV es considerado un sistema de liquidación neta en tiempo real y no un sistema de liquidación neta diferido.

⁶ En algunos sistemas, como por ejemplo el Euro 1, un sistema privado que opera en la Unión Europea, el valor de los pagos puede compensarse antes de la liquidación.

de los pagos esperados de un participante del sistema de pago podría forzar a otros participantes a caer en la insolvencia. Con cada institución que falle, nuevas instituciones podrían incumplir en la recepción de los pagos previstos. Esto, a su vez, conduciría a incumplimientos adicionales.

Un sistema LBTR esencialmente elimina el riesgo de liquidación mediante la supresión de cualquier demora entre el momento en que la orden de pago es enviada y el momento en que es procesada y liquidada. No obstante, debido a que una institución debe tener acceso a suficientes reservas en el momento en que desea efectuar un pago, los sistemas LBTR son potencialmente mucho menos líquidos que los LND. Los participantes en los LBTR no tienen acceso automático al crédito intradiario gratuito.

Para mejorar la liquidez de los sistemas LBTR, el banco central proporciona tradicionalmente a los participantes cierto acceso al crédito intradiario. Dicho crédito puede reintroducir cierto riesgo puesto que una institución puede volverse insolvente antes de que haya compensado su deuda, pero el banco asume ahora este riesgo más que otros participantes en el sistema.

3) ¿A qué costo se proporciona la liquidez?

Según lo observado anteriormente, la liquidez en los sistemas LND se encuentra implícitamente disponible sin costo hasta que ocurra el próximo momento de liquidación. Este no es el caso en los LBTR, en los cuales el banco central proporciona generalmente liquidez permitiendo a los participantes mantener sus cuentas sobregiradas. Una característica llamativa de los sistemas LBTR es que la liquidez intradiaria es a menudo provista sin cargo alguno, o con una tarifa de solo pocos puntos básicos.

El bajo costo del endeudamiento intradiario puede parecer sorprendente cuando se le compara con el costo del préstamo efectivo a un día. En Estados Unidos, el costo de estos préstamos, que tienen solamente una madurez ligeramente más larga, raras veces estuvo por debajo del 3% desde la segunda guerra mundial, una orden de magnitud mayor que las tasas intradiarias. Incluso en el entorno actual de tasas efectivas a un día históricamente bajas, las tasas intradiarias son mucho más bajas, conduciendo a algunos economistas argumentar que el crédito intradiario debe ser valorado a una tasa más alta (Mengle, Humphrey y Summers, 1987; Lacker, 1997).

Investigaciones recientes, sin embargo, apoyan la provisión de liquidez a un costo muy bajo. Uno de los argumentos se basa en la idea de que los

bancos centrales pueden proporcionar seguros contra el riesgo de incurrir en grandes sobregiros intradiarios. Puesto que la sincronización de los pagos recibidos y enviados por los participantes de los sistemas de pagos es altamente incierta, dos participantes con idénticas posiciones de reservas en la apertura y el cierre del mercado pueden tener necesidades muy diferentes de liquidez durante el día. Por ejemplo, una institución pudo realizar muchos pagos temprano por la mañana antes de recibir ingresos neteados. Otra institución puede recibir muchos pagos antes de que necesite realizar alguno. Si el endeudamiento intradiario es costoso, estos participantes idénticos enfrentan potencialmente costos muy diferentes. El banco central tiene la capacidad de ampliar temporalmente los saldos de liquidación sin costo. Mediante el cargo de un precio muy pequeño para el crédito intradiario, se garantiza que los participantes del sistema de pago con altas necesidades de liquidez no asuman un costo alto. Por lo tanto, proporciona un seguro contra el riesgo de tener altas necesidades de pago (Green, 1997; Kahn y Roberds, 2001b; Martin, 2004; Zhou, 2000).⁷

Otro argumento se basa en el hecho de que cobrar menos por liquidez reduce los incentivos a demorar estratégicamente los pagos enviados. Si es costoso pedir préstamos intradiarios, los participantes tratarán de minimizar el riesgo de que tengan que hacerlo. Una manera de efectuarlo es demorando los pagos pendientes tanto como sea posible. Se espera que esta demora haga más probable que los pagos desde otras instituciones sean recibidos antes de enviarlos. Pero, puesto que todos los participantes tienen los mismos incentivos para retrasar los pagos, esta estrategia puede crear un bloqueo (Angelini, 1998; Bech y Garratt, 2003; Kahn y Roberds, 1999).

Sin embargo, el costo de la liquidez intradiaria puede ser demasiado bajo. Por ejemplo, si este costo es literalmente cero, los participantes del sistema de pago pueden tener un incentivo para sobre utilizar el crédito intradiario porque resulta menos costoso pedir prestado en lugar de coordinar mejor las entradas y salidas de pago. Por esta razón, es probablemente deseable que los bancos centrales cobren una tarifa pequeña o requieran garantías. Una ventaja de las garantías es que también protegen al banco central del riesgo de liquidación, tal como se discute en la siguiente sección.

⁷ Es posible ofrecer liquidez intradiaria a un precio bajo sólo porque un préstamo intradiario no puede ser renegociado dentro de un préstamo efectivo a un día. De otro modo, el bajo precio de la liquidez intradiaria podría entrar en conflicto con otros objetivos de la política monetaria.

4) El control del riesgo de liquidación

Dos enfoques diferentes controlan el riesgo de liquidación en los sistemas de pagos de alto valor. La mayoría de sistemas requieren garantías para el crédito intradiario. En los sistemas LBTR, las garantías protegen al banco central, quien proporciona tradicionalmente la liquidez intradiaria. En los LND, las garantías protegen a los participantes que se prestan implícitamente entre ellos. La exigencia de garantías debe, en principio, eliminar el riesgo de liquidación. En el caso de incumplimiento de liquidación, el banco central puede recuperar los fondos que están pendientes mediante la venta de las garantías. Un problema potencial surge cuando el valor de las garantías cambia rápidamente. Así, un banco central estaría expuesto a cierto riesgo de liquidación si descubre que, después de un incumplimiento de liquidación, las garantías que mantiene valen menos que cuando se aceptaron.

La Reserva Federal utiliza un enfoque diferente para protegerse del riesgo de liquidación. Cada institución recibe un tope que limita el monto del crédito sin garantías que puede tener y se le cobra una tarifa pequeña por el crédito intradiario. Al permitir que el crédito intradiario sea costoso, la Reserva Federal da incentivos a los participantes del sistema de pagos para reducir sus sobregiros intradiarios.

Fijar garantías o cobrar una tarifa depende del costo para los participantes del sistema de pagos de cada opción. Si las garantías se encuentran disponibles a un bajo costo, establecerlas puede ser preferible a pagar una tarifa. Además, la conveniencia de un sistema o de otro depende de la volatilidad y previsión de los patrones de pago.⁸ En un sistema con garantías, una institución que realiza pagos debe atar algunos activos como garantías, ya sea porque necesita colocar sus garantías en el banco central al inicio de un día de negociación o porque debe cerciorarse de que las garantías estarán disponibles en caso de que sea necesario. De este modo, dado que las garantías son costosas, se las asocia a un costo fijo. Al contrario, en un sistema basado en tarifas, el costo es

⁸ La previsión y variabilidad de los patrones de pago dependería de varios factores. Uno de ellos pueden ser las diferencias institucionales entre países. Otro factor es el tamaño de la institución considerada. Estos factores pueden ser importantes a fin de evaluar cuál sistema es más deseable para un país en particular o una institución específica. Desafortunadamente, no existe actualmente suficiente información disponible para determinar qué factores influyen en los patrones de pagos. Varios estudios consideran los beneficios y costos de requerir garantías o cobrar una pequeña tarifa. Ver, por ejemplo, Bech (2004), Mills (2004) y Martin (2004).

variable puesto que la tarifa sólo se paga si se requiere el crédito.⁹

III. La evolución reciente de los sistemas de pagos de alto valor

En los últimos 20 años, los sistemas de pagos de alto valor en todo el mundo han cambiado dramáticamente para controlar mejor el riesgo de liquidación. Quizás el cambio más visible es que los sistemas LND, que son muy líquidos pero sujetos al riesgo de liquidación, han sido ampliamente reemplazados por los LBTR, los cuales controlan mejor el riesgo.¹⁰ Varios países del G-10 han adoptado sistemas LBTR desde 1985, incluyendo a Alemania, Japón, el Reino Unido y Francia. El Fedwire, que era ya un LBTR, también ha experimentado cambios importantes en su política de administración de riesgos desde mediados de los años ochenta. Los pocos sistemas de liquidación neta restantes también han evolucionado para reducir el incumplimiento de liquidación potencial. Esta sección resume los acontecimientos que han conducido al deseo de controlar mejor el riesgo de liquidación y describe tres sistemas de pagos diferentes: Fedwire, TARGET y STAV.

1) Razones para el cambio

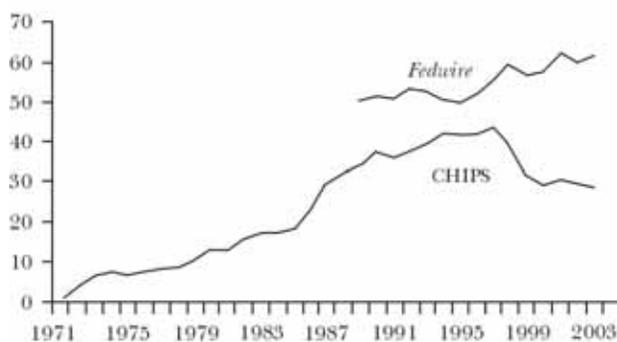
El énfasis en el *trade-off* entre liquidez y riesgo ha cambiado a lo largo del tiempo a causa de dos razones principales. Una primera era que el uso de los sistemas de pagos de alto valor, medidos a través del valor de las transacciones diarias en estos sistemas, creció rápidamente en los años setenta y ochenta. Un mayor valor de transacciones implicó un mayor riesgo de incumplimiento de liquidación, en la medida en que más participantes

⁹ Esto puede ilustrarse con un ejemplo. Considere una institución que necesita pedir prestado recursos perfectamente conocidos desde el inicio hasta el final del día de negociación. Si el costo de oportunidad de una garantía es más pequeño que la tarifa cobrada por el banco central, esta institución preferiría colocar garantías y obtener acceso a crédito gratis. Ahora, suponga que en lugar de que esta institución tenga el 50% de oportunidad de necesitar crédito durante todo el día y un 50% de oportunidad de no necesitarlo. Suponga además que la decisión de colocar la garantía debe realizarse antes de que se conozca si el crédito es necesario. En este ejemplo, si la se requiere garantía, la mitad del tiempo la institución paga el costo de oportunidad de la garantía aún si no utiliza crédito alguno. Esta institución preferiría un sistema con garantías solo si el costo de oportunidad de la garantía es la mitad de la tarifa. De otro modo, sería preferible pagar una tarifa positiva la mitad de las veces en lugar del costo de la garantía todo el tiempo.

¹⁰ Bech y Simonds (2003) proporcionan un estudio interesante de esta evolución.

estaban usando el crédito intradiario, explícitamente en el Fedwire o implícitamente en los sistemas LND. Las preocupaciones también surgieron respecto a –debido al creciente uso de los sistemas de pagos– que el incumplimiento de liquidación o algún otro problema podría afectar a la economía global. La gráfica I muestra el crecimiento en el valor de las transacciones en CHIPS y en el Fedwire con relación al PIB.¹¹ Este crecimiento ilustra el uso creciente de los sistemas de pagos.

GRÁFICA I. VALOR DE LAS TRANSACCIONES EN RELACIÓN AL PIB, 1971-2003



FUENTES: Junta de Gobernadores, CHIPS.

Otra razón fue la quiebra del Bankhaus Herstatt en 1974, que proporcionó un ejemplo vivo del riesgo de liquidación y sus consecuencias potenciales. El Bankhaus Herstatt, un banco alemán de tamaño mediano, era muy activo en el mercado de divisas. Las contrapartes del Herstatt en Nueva York habían pagado irrevocablemente marcos alemanes al Herstatt a través del sistema alemán de pagos, anticipando que se les pagaría más adelante en el mismo día en Nueva York. Cuando las autoridades alemanas retiraron la licencia bancaria del Herstatt, las contrapartes fueron dejadas expuestas al valor total de las transacciones, el cual se estimó en \$ 200 millones (BIS, 1996).¹²

¹¹ Debido a que CHIPS no es, propiamente hablando, un sistema de pagos doméstico, no se enfatiza en este artículo. El acceso a CHIPS está limitado a pocos bancos principales que representan alrededor de 20 países. CHIPS juega particularmente un rol importante en los pagos transfronterizos en dólares americanos, procesando más del 95% de dichos pagos. La disminución en el valor de las transferencias originadas en CHIPS con relación al PIB, después de 1998, podía obedecer a la reducción en las tarifas por pagos cobradas en el Fedwire. Estas tarifas fueron reducidas de \$ 0.45 en 1997 a \$ 0.40 en 1998, a un rango de \$ 0.21 - \$ 0.34 en 1999 y a un rango de \$ 0.17 - \$ 0.33 en el 2000. También pudo haber influido la disminución en el número de participantes en CHIPS, de 104 en 1996 a 53 en la actualidad.

¹² Otros incumplimientos de liquidación han ocurrido desde el Bankhaus Herstatt incluyendo a: Grupo Drexel Burnham Lambert, BCCI, y Baring Brothers. Un ejemplo más reciente de los problemas que pueden surgir en el sistema de pagos es la

Aunque todos los sistemas han evolucionado hacia un mejor control del riesgo de liquidación, lo han realizado de distintas maneras. Estas experiencias diferentes pudieron obedecer a la historia de los sistemas o reflejaron diferentes estructuras financieras. Es difícil determinar si un sistema es mejor que otro o si cada sistema está diseñado óptimamente para ajustarse a las necesidades específicas de un país particular. Es de hecho posible que, a pesar de sus diferencias, cada sistema proporciona un *trade-off* similar entre la liquidez y el riesgo. El resto de esta sección describe la evolución de tres sistemas –Fedwire, TARGET, y STAV–.

2) El Fedwire

A mediados de los años ochenta, la Reserva Federal estableció reformas importantes dirigidas a controlar el uso del crédito intradiario de la Reserva Federal por las instituciones de depósito. Estas reformas influyeron en el riesgo de liquidación en el Fedwire porque los usuarios de éste necesitaban crédito intradiario siempre que el valor de un pago excediese las reservas que mantenía el usuario.¹³ La Junta de Gobernadores impuso límites cuantitativos a las cuentas sobregiradas en los Bancos de Reserva en 1986 y una tarifa pequeña sobre el crédito intradiario en 1994. Como un dato general, la mayoría de las cuentas sobregiradas de los Bancos de Reserva no tienen garantías. Esta sección revisa las principales medidas adoptadas por la Reserva Federal para limitar el riesgo de crédito de los Bancos de Reserva.¹⁴

Desde 1986, la Junta ha impuesto un límite cuantitativo –o tope– sobre el tamaño de los sobregiros intradiarios de las instituciones de depósito con cuentas en los Bancos de Reserva. Los topes protegen a la Reserva Federal limitando el riesgo colocado por cualquier institución. La mayoría de las instituciones escogen obtener un límite exento de requerimientos. Las instituciones que esperan incurrir en grandes sobregiros pueden requerir un tope muy grande. En estos casos, el tamaño del tope está determinado en gran parte por una autovaloración emprendida por la institución de depósito que solicita el tope. Estas instituciones tienen una flexibilidad considerable en fijar el límite, con tal que puedan convencer a la Reserva Federal de que los procedimientos internos de la administración

interrupción en la liquidación luego del 11 de septiembre del 2001 (McAndrews y Potter, 2002; Lacker, 2004).

¹³ Observe que varios factores distintos a la actividad del Fedwire pueden influir en la posición de reservas de una institución de depósito.

¹⁴ Coleman (2002) y Richards (1995) proporcionan cuentas más detalladas de estas políticas.

del riesgo les permitirán manejar este límite con prudencia. Principalmente los grandes usuarios de sobregiros intradiarios son los que obtienen topes autovalorados. Dado que algunas instituciones con límites auto-valorados pueden demostrar que su límite es demasiado restrictivo, los Bancos de Reserva pueden autorizar un nivel de capacidad de sobregiro intradiario con garantías adicionales (Coleman, 2002).

Para tener acceso al crédito intradiario, los participantes del Fedwire deben además satisfacer los criterios reguladores diseñados para asegurarles que se encuentren adecuadamente capitalizados.¹⁵ Esto permite que solo las instituciones relativamente seguras pidan prestado. No obstante, el valor de los activos mantenidos por una institución financiera como por ejemplo un banco puede fluctuar rápidamente. Por lo tanto, existe un riesgo pequeño de que un participante del sistema de pagos tenga acceso a crédito sin garantías antes de que la Reserva Federal se dé cuenta del deterioro de la condición financiera de esta institución. Este riesgo es atenuado parcialmente por el hecho de que la Reserva Federal tiene autoridad de supervisión bancaria y así puede adquirir información sobre la salud financiera de las instituciones que tienen cuentas en su sistema. La mayoría de otros bancos centrales, incluyendo muchos que requieren garantías contra el crédito intradiario, no tienen tal autoridad.

En la práctica, los límites no han restringido a la mayoría de instituciones. La Junta de Gobernadores revisó sus políticas de crédito intradiario en el 2000. La revisión encontró que aproximadamente el 97% de las instituciones de depósito utilizan menos del 50% de su capacidad de sobregiro intradiario para su máximo promedio diario de sobregiro. Sin embargo, un número pequeño de instituciones sanas se encontraron a sí mismas restringidas por sus límites, causándoles demora en el envío de algunos pagos (Coleman, 2002).

Desde 1994 la Reserva Federal también ha impuesto una tarifa pequeña a los sobregiros intradiarios. Esta tasa fue fijada en 24 puntos básicos (tasa anual) y aumentó a 36 puntos básicos en 1995. Al permitir que el crédito intradiario fuera

¹⁵ Los criterios para ser considerado como adecuadamente capitalizado, tal como lo define el FDIC, son: la Proporción de Capital ajustado al Riesgo (relación Patrimonio Técnico sobre los activos ponderados por riesgo) igual a o mayor que el 8%, el Tier 1 (Patrimonio Técnico Primario) igual a o mayor que el 4% de los activos ponderados por riesgo, y que el apalancamiento del capital primario (Tier 1) sea igual a o mayor que el 4% de este ratio o mayor que el 3% de los bancos rankeados como 1 en el sistema CAMEL en la última calificación y que no hayan experimentado crecimientos significativos.

más costoso, la Reserva Federal tuvo la intención de proporcionar cierto incentivo a los participantes del sistema de pago para que redujeran su uso del crédito. Una disminución en el valor de los sobregiros después de la introducción de la tarifa sugiere que esto sucedió. Un año después de ello, el promedio de los sobregiros intradiarios disminuyó en un 40% (Richards, 1995; Coleman, 2002).¹⁶

Existe cierta evidencia de que la introducción de una tarifa pequeña para los sobregiros intradiarios en Estados Unidos ha conducido a cierta demora en la realización de los pagos. Estos retrasos disminuyen la eficiencia del sistema de pago. Sin embargo, la tarifa pequeña ha resultado beneficiosa en la provisión de incentivos a los participantes del sistema de pagos para administrar mejor sus pagos. Cierta evidencia sugiere que la sincronización entre las diferentes instituciones para enviarse pagos casi al mismo tiempo ha aumentado, reduciendo así el potencial para sobregirarse durante largos períodos (McAndrews y Rajan, 2000). Esta coordinación aumenta la eficiencia del sistema de pagos.

3) El TARGET

El Sistema Automatizado Transeuropeo de Transferencia Urgente para la Liquidación Bruta en Tiempo Real (TARGET), principal sistema de pago en el área del euro, adopta un enfoque diferente para controlar el riesgo de liquidación. TARGET es un sistema LBTR introducido en 1999. Es un sistema descentralizado consistente en la "interconexión" de 15 sistemas de pagos nacionales junto con el mecanismo de pago del Banco Central Europeo (BCE).¹⁷ TARGET es un sistema LBTR porque los sistemas de pagos nacionales que abarca son en sí mismos sistemas LBTR.¹⁸ Como se muestra en el cuadro 1, todos estos países, a excepción de Grecia, adoptaron sistemas LBTR entre 1981 y 1997. Grecia adoptó un sistema en el 2001, cuando se unió al TARGET.

¹⁶ La reducción en los sobregiros se observó principalmente en las transferencias de valores y no en las transferencias de fondos.

¹⁷ Los 15 países son Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, Finlandia, Francia, Grecia, Italia, Irlanda, Luxemburgo, los Países Bajos, Portugal, España, Suecia y el Reino Unido. El mecanismo de pago del Banco Central Europeo (BCE) es un sistema de pago que no está abierto a los bancos comerciales sino solamente a las organizaciones públicas, como los bancos centrales, y a las organizaciones especializadas de pago.

¹⁸ El sistema TARGET actual está evolucionando hacia un sistema mejorado llamado TARGET2. Uno de los objetivos principales del TARGET2 es que todos los bancos centrales en el sistema compartan una plataforma técnica común para procesar los pagos. Esto debe permitir la presencia de economías de escala y armonizar el nivel del servicio entre los diversos bancos centrales en el sistema (BCE).

Cuadro 1

IMPLEMENTACIÓN DEL LBTR EN PAÍSES ELEGIDOS

<i>País</i>	<i>Año</i>
Dinamarca	1981
Países Bajos	1985
Suecia	1986
Alemania	1987
Italia	1989
Finlandia	1991
Reino Unido	1996
Bélgica	1996
Portugal	1996
Francia	1997
España	1997
Luxemburgo	1997
Irlanda	1997
Austria	1997
Grecia	2001

FUENTE: Bech y Simonds.

Al igual que con otros sistemas LBTR, proporcionar la suficiente liquidez para que el sistema funcione sin problemas fue una preocupación importante para los diseñadores del TARGET. Algunas de las necesidades de liquidez podían ser cubiertas con las reservas requeridas, pero eran necesarias más. La solución adoptada permite a los participantes del sistema pedir prestado fondos intradiarios a una tasa de interés cero. En el sistema TARGET, la liquidez es provista por los bancos centrales individuales dentro del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC). Para proteger a los bancos centrales del riesgo de liquidación, todos los créditos intradiarios deben ser garantizados. Este requerimiento aumentó el temor de que el sistema podía ser demasiado exigente en términos de garantías. Para remediar este problema potencial, una amplia gama de activos es elegible para actuar como garantías (BIS, 1999).¹⁹

El diseño del TARGET aparentemente funciona bien. El acceso a la liquidez no parece ser un tema de preocupación y el SEBC está protegido por las garantías requeridas. Pero, existe el riesgo de que el valor de algunos activos ofrecidos como garantías pudiera fluctuar rápidamente y dejar a los bancos centrales miembros del SEBC expuestos a cierto riesgo de liquidación.

Una pregunta importante para los sistemas tales como el TARGET, que protegen a los bancos centrales con garantías, es: ¿Quién se hace cargo del riesgo de liquidación? En estos sistemas, los acreedores de los participantes del sistema de pa-

gos están particularmente en riesgo. De hecho, incumplimientos en la liquidación por parte de un participante del sistema usualmente son provocados por la insolvencia de esta institución. En tal caso, los dueños perderán sus acciones en la institución, sea que sus créditos intradiarios estén o no garantizados. Los acreedores de la institución insolvente, no obstante, están en capacidad de recuperar mucho menos si el crédito intradiario está garantizado que si no lo estuviera. Aunque sus fondos están en juego, estos acreedores no pueden tener mucha influencia sobre el tipo de riesgo que puede tomar un participante del sistema de pagos. Por lo tanto, los incentivos para los propietarios y para los acreedores de un participante del sistema de pagos pueden no estar alineados. Los dueños pueden tener un incentivo para asumir un riesgo excesivo con el dinero de sus acreedores.

En un mercado que funciona bien, los acreedores podrían solicitar a las instituciones que utilizan el crédito intradiario que paguen una prima sobre los fondos que ellos prestan a fin de compensarlos por los riesgos que asumen. Enfrentados a la perspectiva de tener que pagar un precio más alto para su financiamiento, los participantes del sistema de pagos entonces tendrían incentivos para no tomar riesgos excesivos. Este mecanismo de mercado no funcionaría, aún, si los acreedores no están informados acerca del riesgo que están implícitamente asumiendo o si ellos esperan ser ayudados en caso de un incumplimiento.

Este tipo de preocupación puede ser importante en los sistemas que requieren garantías, convirtiéndose esto en un tema empírico. La mayoría de los participantes del TARGET pignoran sustancialmente más garantías que lo que necesitarían sus pagos, sugiriendo que los requerimientos de garantías no son muy costosos. El costo muy bajo de garantías para los participantes del TARGET sería un indicador de que los acreedores de estas instituciones no solicitan una prima sobre los fondos que prestan. Esto simplemente indicaría que los acreedores conocen que las instituciones que se endeudan no están tomando un riesgo excesivo, así que no es necesaria una prima. Una interpretación menos benigna se refiere a que los acreedores no están bien informados acerca del riesgo que están asumiendo, y que existe un riesgo moral. La distinción entre estas dos hipótesis es especialmente difícil dada la falta de información disponible para el análisis empírico.

4) El STAV

El sistema de pagos canadiense ofrece un tercer enfoque para equilibrar las necesidades de liquidez

¹⁹ Por ejemplo, los participantes del sistema de pagos pueden utilizar sus préstamos comerciales como garantías para el crédito intradiario.

y el riesgo de liquidación. El sistema de transferencias de alto valor (STAV, en inglés Large Value Transfer System o LVTS) es un sistema de liquidación neta en tiempo real que fue introducido en 1999. Antes del STAV, los pagos en Canadá eran manejados por un sistema que liquidaba los pagos el día después del proceso de compensación. Debido a la demora entre la compensación y la liquidación, algunas instituciones estuvieron implícitamente prestando fondos a un día a sus contrapartes. Cuando se encuentran involucradas grandes sumas, esto puede crear riesgo de liquidación. Además, el riesgo de reversión de la liquidación también fue un tema importante, así el incumplimiento de un participante para liquidar pudo prevenir a otros de liquidar sus obligaciones con terceros. El STAV fue diseñado para mejorar esta situación.

Si bien este no es un sistema de liquidación bruta, el STAV es similar a los LBTR de dos maneras importantes. Primero, garantiza la certidumbre de la liquidación de todos los pagos aceptados por el sistema y, segundo, permite a los participantes del sistema tener acceso total a los fondos recibidos a través del sistema en tiempo real. La manera en que se alcanza esto, sin embargo, es diferente en los sistemas LBTR.

Los pagos en el STAV pueden ser enviados a través de dos canales distintos, llamados tramos. Un pago del tramo 1 será aceptado por el sistema, si la posición neta del emisor, como resultado de todos los pagos en este tramo, está cubierta por la garantía prendada al Banco de Canadá. Esto es muy similar a la manera en que operan los LBTR. Para el tramo 2 de pagos, cada participante está subvencionado por una línea bilateral de crédito de todas las otras instituciones en el sistema. Los pagos que una institución dada puede enviar, están restringidos por un tope, el cual es proporcional a la suma de todas las líneas bilaterales de crédito extendidas a esta institución. Además, cada participante del sistema debe colocar una garantía con el Banco de Canadá en un monto proporcional a la línea bilateral de crédito más grande entregada a este participante. Esta garantía es utilizada para cubrir las pérdidas posibles que ocurrirían si el participante del sistema fuera a incumplir. El sistema está diseñado de modo que el monto de la garantía pignorada por todos los participantes puede cubrir el incumplimiento de la institución con el mayor tope de débito neto. Si solo una institución incumple, la garantía será capaz de cubrir cualquier posición neta de la institución incumplida. En el evento poco probable de que dos instituciones fueran a incumplir, el Banco de Canadá garantiza la liquidación de todos los pagos en el sistema (BIS, 1999).

El objetivo del tramo 2 es economizar en las garantías para hacer que el sistema sea más líquido. Algunas garantías son necesarias para cubrir la posición neta deudora más grande pero no cada posición neta es garantizada dólar a dólar, de manera que el requerimiento de garantías es más reducido en comparación con los pagos del tramo 1, o los sistemas LBTR como el TARGET. La gran mayoría de los pagos en el STAV se realizan en el tramo 2. Por ejemplo, los economistas estiman que dichos pagos contabilizaron el 98% de todos los pagos realizados en los primeros cinco meses del 2003 de operación del STAV (McPhail y Vakos, 2003).

IV. ¿Por qué son diferentes los sistemas de pagos de alto valor?

A la luz de las diferencias entre los sistemas Fedwire, TARGET, y STAV, es natural preguntar por qué los diseños de la administración del riesgo crediticio de estos sistemas son tan diferentes. Más específicamente, debido a que la mayoría de los sistemas de pagos de alto valor se asemejan de cerca al modelo del TARGET, ¿por qué el Fedwire y el STAV son tan distintos? Esta sección proporciona algunas respuestas a esta pregunta.

1) ¿Por qué es distinto el Fedwire?

Cambios importantes en la política de crédito intradiario de la Reserva Federal han afectado a los participantes del Fedwire en los últimos 20 años. Sin embargo, el Fedwire permanece distinto respecto a otros sistemas de pagos en el sentido de que la Reserva Federal no requiere de garantías para algunos créditos intradiarios y en su lugar cobra una tarifa pequeña e impone topes. Una razón importante para que el Fedwire sea diferente es que los beneficios de requerir garantías no parecen superar a los costos de dicho cambio.

El personal de la Reserva Federal estudió recientemente si la Reserva Federal debe imponer garantías totales o parciales al crédito intradiario en la revisión de sus políticas de riesgos de los sistemas de pagos. La revisión no recomienda las garantías totales o parciales por dos razones principales (Coleman, 2002).

En primer lugar, algunas de las exposiciones crediticias intradiarias de la Reserva Federal están efectivamente aseguradas por las garantías. La Reserva Federal mantiene garantías pignoradas por los participantes del sistema para acceder a la ventanilla de descuento. Estas garantías pueden ser utilizadas para compensar a la Reserva Federal en el caso del incumplimiento de una institución para

liquidar el crédito intradiario. Más del 90% de los participantes del sistema de pagos tienen suficientes garantías pignoradas para cubrir la mayoría de sus sobregiros.

Segundo, semejante política sería costosa para algunas instituciones que no mantienen suficientes activos que podrían ser utilizados como garantías para cubrir sus sobregiros intradiarios. El personal de la Reserva Federal trató de estimar el costo potencial si las instituciones fueren requeridas a proporcionar garantías para su crédito intradiario. Ellos compararon los activos de los participantes del sistema de pagos que serían utilizados como garantías con el colateral que sería requerido dadas las necesidades de crédito intradiario de estas instituciones. Pocos tenedores de cuentas de la Reserva Federal no tendrían los suficientes activos elegibles en sus hojas de balance si las garantías fueran requeridas. Sin embargo, algunas de estas instituciones que no tendrían suficientes activos están entre aquellas que incurren en los más grandes sobregiros intradiarios. Una política de garantías totales o parciales tendría importantes consecuencias para estas instituciones, forzándolas a reducir significativamente sus créditos intradiarios o a mantener más activos que serían pignorados como garantías (Coleman, 2002).

El personal de la Reserva Federal también estimó que una política de garantías totales o parciales podría “significativamente reducir y posiblemente eliminar el riesgo crediticio de la Reserva Federal” (Coleman, 2002). Sin embargo, en ese momento los beneficios de un riesgo crediticio reducido aparentemente no superaron evidentemente los costos de requerir garantías totales o parciales.

2) ¿Por qué es diferente el STAV?

La principal diferencia entre el STAV y los sistemas estándar LBTR como el TARGET, radica en que el STAV puede enviar pagos en el tramo 2, que requieren mucho menos garantías. Siendo todo el resto igual, esto hace al sistema canadiense más líquido en comparación con el TARGET. Una mayor liquidez vendría con cierto costo en términos de riesgo de liquidación, debido a que la garantía pignorada para el tramo de 2 pagos no sería suficiente para proteger al Banco de Canadá de múltiples incumplimientos. Pero el equilibrio entre liquidez y riesgo también depende del rango de activos permitido como garantías. En tanto el rango se amplía, la calidad del activo marginal tiende a disminuir. Como resultado, siendo todo el resto igual, un sistema es más líquido pero menos protegido del riesgo de liquidación, si la lista de activos que puede ser pignorada como garantía es

mayor.²⁰ Por lo tanto, considerando que se encuentran disponibles más activos como garantías en el TARGET que en el STAV, es muy difícil evaluar cuál de estos sistemas es más líquido o menos riesgoso.

Una razón por la que Canadá pudo haber escogido adoptar un sistema de liquidación neta en lugar de un LBTR más estándar podría deberse a que tiene muy pocos participantes en el sistema de pagos. Con solo 14 participantes en el STAV, el establecimiento y monitoreo de líneas bilaterales de crédito con el resto de participantes es relativamente fácil. Esto sería más complicado en un sistema de pago con muchos más participantes. Por lo tanto, debido al tamaño pequeño de su sistema bancario, Canadá puede ser capaz de alcanzar un mejor *trade-off* entre liquidez y riesgo que lo que hubiera logrado con un sistema LBTR.

Para resumir, durante los últimos 20 años los sistemas de pagos a nivel mundial han puesto más énfasis en controlar el riesgo de liquidación. A pesar de esta evolución común, importantes diferencias siguen existiendo entre los sistemas de pagos. Este artículo ha resaltado las diferencias desde el punto de vista en que el riesgo es controlado, requiriendo garantías o cobrando una tarifa baja. Y se ha discutido quien asume el riesgo de liquidación, el banco central en el caso del Fedwire o el STAV y los acreedores de los participantes del sistema de pagos en el caso del TARGET. No resulta evidente si un diseño dado debe preferirse frente a otros. Debido a que cada país o grupo de países tiene un sistema distinto de instituciones financieras, cada sistema puede estar particularmente bien adaptado a las necesidades del país o países a los que sirve. A pesar de las diferencias obvias en los diseños y en las políticas de crédito entre los sistemas, no resulta evidente que ofrezcan distintos *trade-offs* entre liquidez y riesgo. Dadas las diferencias históricas e institucionales, cada sistema pudo ser la manera más eficiente de entregar un equilibrio similar en cada uno de estos países o grupo de países.

V. Una mirada al futuro: perspectivas de los sistemas de pagos de alto valor

La evolución de los sistemas de pagos puede considerarse como un intento por alcanzar un mejor

²⁰ Observe que es posible reducir el riesgo asociado a un activo particular aceptado como garantía mediante el aumento del recorte (*haircut*) vinculado a este activo. Un recorte es la diferencia entre el valor de mercado de un valor y su valor como garantía. Los recortes son adoptados por un prestamista de fondos para proteger al prestamista, en caso de que surja la necesidad de liquidar la garantía, de las pérdidas originadas por bajas en el valor de mercado del valor (BIS, 2003).

trade-off entre liquidez y riesgo en un entorno cambiante. Un factor que influye este equilibrio en cualquier período dado es el nivel de la tecnología. Un mayor poder de cálculo y computadores más rápidos han permitido a los sistemas de pagos implementar medidas más finas del control del riesgo, por ejemplo, permitiendo mantener el contacto con las posiciones de reservas de un gran número de instituciones en tiempo real.²¹ El progreso tecnológico está liderando el surgimiento de nuevos sistemas que tratan de combinar las mejores características de los sistemas LND y LBTR para alcanzar un mejor equilibrio entre liquidez y riesgo.²² Computadores más rápidos permiten que algoritmos complicados busquen más ágilmente a través de listas de pagos para encontrar algunos que aproximadamente se compensen entre ellos y que puedan ser neteados sin demora.

Dos tipos de sistemas han surgido. El primer tipo ha evolucionado desde los sistemas de liquidación neta y se orientan a brindar una liquidación más rápida, como lo hacen los sistemas “en tiempo real”. Como en un sistema de neteo, los participantes de pagos envían sus órdenes de pagos a la institución liquidadora durante todo el día sin tener que preocuparse del aseguramiento del crédito intradiario. Un algoritmo busca a través de las órdenes de pago para ver si algún conjunto de pagos puede compensarse entre sí. Una vez que dicho conjunto es encontrado, los pagos se liquidan. Este tipo de diseño puede reducir en gran medida la demora entre el tiempo en que una orden de pago es enviada y el tiempo en que el pago es liquidado mediante una gran cantidad de pagos, de modo que muchos, o la mayoría, terminan siendo liquidados muy rápidamente. El riesgo de reversión se reduce sustancialmente mientras el sistema mantiene la mayoría de las ventajas de la compensación desde el punto de vista de la liquidez. Un ejemplo de este sistema es el *newCHIPS*, la versión actualizada de *CHIPS*.

El otro tipo de sistema ha evolucionado desde los LBTR pero trata de reducir la necesidad por liquidez mediante la creación de una cola para que aquellos pagos no liquidados sean enviados. Un algoritmo busca la cola para compensar los pagos. Todos los pagos son procesados en una base bruta, pero la necesidad por crédito intradiario es reducida debido a que muchos pagos pueden compensarse unos con otros en el momento en que son liquidados. Un ejemplo de dicho sistema es el SEBC,

²¹ Por ejemplo, en el Fedwire la posición de reservas de cada participante es actualizada cada minuto (Coleman, 2002).

²² McAndrews y Trundle (2001) proporcionan una introducción a estos sistemas.

el sistema de pagos utilizado actualmente en Alemania.²³

Se puede preguntar cuáles son las perspectivas de estos sistemas nuevos en Estados Unidos. Según lo observado, el *newCHIPS* proporciona este tipo de servicio, pero es solo accesible para un número relativamente pequeño de instituciones. La enorme cantidad de participantes en el Fedwire hace potencialmente difícil operar sistemas de compensación a causa de la necesidad de considerar un número muy grande de combinaciones posibles de compensación. Por otro lado, dado un poder suficiente de cómputo, la gran cantidad de combinaciones posibles de compensaciones debería mejorar el desempeño de un sistema que combina el neteo con la liquidación en tiempo real. Esto sugiere que, con la ayuda de nuevas tecnologías, pueden existir oportunidades para mejorar el *trade-off* entre liquidez y riesgo ofrecido por los sistemas de pagos de alto valor existentes.

VI. Conclusión

Este artículo describió la evolución reciente de los sistemas de pagos de alto valor, en su intento de equilibrar la liquidez y el riesgo. En tanto el riesgo se convirtió en una preocupación muy grande en los años ochenta, los sistemas LND, que son muy líquidos pero sujetos al riesgo de liquidación, fueron gradualmente reemplazados por los sistemas LBTR, los cuales controlan mejor el riesgo. Este artículo discutió tres enfoques diferentes para controlar el riesgo en los sistemas de pagos: TARGET, Fedwire, y STAV. La política de crédito intradiario de la Reserva Federal permite a los usuarios del Fedwire tomar prestados fondos intradiarios sin la necesidad de garantías mientras que el STAV es uno de los pocos sistemas restantes de liquidación neta. A pesar de las diferencias en sus diseños y políticas de crédito, no es obvio que estos sistemas de pagos de alto valor proporcionen distintos *trade-offs* entre liquidez y riesgo.

Pensando a futuro, es probable que los sistemas de pagos continúen desarrollándose en tanto el

²³ Existen muchas interrogantes sobre el diseño de sistemas híbridos y cómo estos sistemas pudieran afectar al incentivo de los participantes del sistema de pago para retrasar los pagos. Una pregunta interesante es si es importante la capacidad de establecer qué pagos se ponen a la cola de un sistema híbrido. Investigación reciente sugiere que no lo es, al menos cuando los bancos conocen qué pago deben hacer otros bancos, pero no saben qué pagos son críticos (Willison, s. f.). Sin embargo, parece ser que sí puede ser importante que, la facilidad de compensación opere a través del día de negociación o solo durante cierto tiempo durante el día.

progreso tecnológico permita una coordinación más eficiente entre los participantes de los sistemas de pagos, facilitándoles el procesamiento de más pagos con menor liquidez, mientras se limita el riesgo de liquidación. Que uno de los sistemas llegue a dominar a los otros, o que diferentes sistemas continúen sirviendo a distintos países, y a veces al mismo país, subyace como un interrogante abierto. Cualesquiera que sean las diferencias institucionales, estos sistemas parecen converger hacia similares equilibrios entre la liquidez y el riesgo.

Referencias bibliográficas

- Angelini, Paolo (1998), "An Analysis of Competitive Externalities in Gross Settlement Systems", *Journal of Banking and Finance*, pp. 1-18.
- Banco Central Europeo (2004), "Future Developments in the TARGET System", *ECB Monthly Bulletin*, abril, pp. 59-65.
- Banco de Pagos Internacionales (2003), *A Glossary of Terms Used in Payments and Settlement Systems*, marzo.
- Banco de Pagos Internacionales (1999), *Current Topics in Payment and Settlement Systems*, diciembre.
- Banco de Pagos Internacionales (1996), *Settlement Risk in Foreign Exchange Transactions*, marzo.
- Bech, Morten L. (2004), *The Choice of Intraday Credit Policy in Real Time Gross Settlement Systems*, texto mimeografiado, Banco de la Reserva Federal de Nueva York.
- Bech, Morten L., y Rod Garrat (2003), "The Intraday Liquidity Management Game", *Journal of Economic Theory*, pp. 198-219.
- Bech, Morten L., y Frances Simonds (2003), *Technology Diffusion within Central Banking: The Case of Real-Time Gross Settlement*, texto mimeografiado, Banco de la Reserva Federal de Nueva York.
- Coleman, Stacey Panigay (2002), "The Evolution of the Federal Reserve's Intraday Credit Policies", *Federal Reserve Bulletin*, febrero, pp. 67-84.
- Green, Edward J. (1997), "Money and Debt in the Structure of Payments", *Money and Economic Studies*, Bank of Japan, pp. 68-87 (reimpreso en *Quarterly Review*, Banco de la Reserva Federal de Minneapolis, primavera, 1999, pp. 13-29).
- Kahn Charles M., y William Roberds (2001a), "The CLS Bank: A Solution to the Risks of International Payments Settlement?", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, pp. 191-226.
- Kahn Charles M., y William Roberds (2001b), "Real-Time Gross Settlement and the Costs of Immediacy", *Journal of Monetary Economics*, pp. 293-319.
- Kahn Charles M., y William Roberds (1999), "The Design of Wholesale Payments Network: The Importance of Incentives", *Economic Review*, Banco de la Reserva Federal de Atlanta, tercer trimestre, pp. 30-39.
- Lacker, Jeffrey M. (1997), "Clearing, Settlement, and Monetary Policy", *Journal of Monetary Economics*, pp. 347-81.
- Lacker, Jeffrey M. (2004), "Payment System Disruptions and the Federal Reserve Following September 11, 2001", *Journal of Monetary Economics*, pp. 935-65.
- Martin, Antoine (2004), "Optimal Pricing of Intraday Liquidity", *Journal of Monetary Economics*, pp. 401 - 24.
- McAndrews, James, y Simon Potter (2002), "Liquidity Effects of the Events of September 11, 2001", *Economic Policy Review*, Banco de la Reserva Federal de Nueva York, noviembre, pp. 59-79.
- McAndrews, James, y Samira Rajan (2000), "The Timing and Funding of Fedwire Funds Transfers", *Economic Policy Review*, Banco de la Reserva Federal de Nueva York, julio, pp. 17-32.
- McAndrews, James, y John Trundle (2001), "New Payment System Designs: Causes and Consequences", *Financial Stability Review*, Banco de Inglaterra, diciembre, pp. 127-36.
- McPhail, Kim, y Anastasia Vakos (2003), "Excess Collateral in the STAV: How Much Is Too Much?", *Financial System Review*, Banco de Canadá, diciembre, pp. 85-88.
- Mengle, David L., David B. Humphrey y Bruce J. Summers (1987), "Intraday Credit: Risk, Value, and Pricing", *Economic Review*, Banco de la Reserva Federal de Richmond, enero/febrero, pp. 3-14.
- Mills, David C. (2004), *Alternative Central Bank Credit Policies for Liquidity Provision in a Model of Payments*, texto mimeografiado.
- Richards, Heidi Willmann (1995), "Daylight Overdraft: Fees and the Federal Reserve's Payment System Risk Policy", *Federal Reserve Bulletin*, diciembre, pp. 1065-77.
- Shen, Pu (1997), "Settlement Risk in Large-Value Payment Systems", *Economic Review*, Banco de la Reserva Federal de la Ciudad de Kansas, segundo trimestre, pp. 46-62.
- Willison, Matthew, *Real-Time Gross Settlement and Hybrid Payment Systems: A Comparison*, Banco de Inglaterra, próximo a publicarse (Working paper).
- Zhou, Ruilin (2000), "Understanding Intraday Credit in Large-Value Payment Systems", *Economic Perspective*, Banco de la Reserva Federal de Chicago, tercer trimestre, pp. 29-44.

Un resumen de la crisis bancaria de Venezuela de 1994: principales elementos y actuación del banco central*

Luis E. Rivero M.

I. La naturaleza peculiar de los bancos

La estabilidad macroeconómica requiere el esfuerzo de muchas partes, entre otras, de políticas apropiadas por parte de las autoridades, de una legislación orientada hacia aquella, y del concurso de algunos sectores particulares con influencia sobre el resto de la economía, entre los que sobresale el sistema bancario. Este último, además de permitir y acrecentar el paso de los flujos de ahorro hacia la inversión, especialmente en economías emergentes donde el mercado de capitales muestra poco desarrollo, constituye el conducto natural de la política monetaria instrumentada por los bancos centrales y el eje sobre el cual gravita el sistema de pagos del país.

A pesar de su importancia, sin embargo, el sistema bancario se caracteriza por su inermidad intrínseca, en razón de que sólo una fracción de sus pasivos –depósitos– está respaldado por activos líquidos, lo que en la jerga económica se conoce como “sistema de reservas fraccionadas”. Ante ambos hechos: la importancia de sus funciones y su vulnerabilidad, el estado se responsabiliza por su estabilidad, mediante funciones que confía a entes concretos como los bancos centrales, las superintendencias de bancos y las instituciones encargadas de proteger y, en muchos casos, asegurar los depósitos del público.

Pero tal responsabilidad que asume el estado está acotada. No implica, por un lado, asegurar que cada institución particular tenga que ser “mante-

nida a flote” independientemente de los problemas que hayan originado su inestabilidad: el sector bancario, como cualquier industria, está sujeto a fracasos individuales y a las correspondientes salidas, así como al mantenimiento de los más capaces y al nacimiento de nuevas unidades, sin que tales sucesos pongan en entredicho necesariamente el funcionamiento normal e ininterrumpido del mismo como un todo. Tampoco implica dicha responsabilidad que el costo de su salvamento no sea importante. Como toda acción del estado en beneficio de la comunidad –en este caso, de la estabilidad del sector– la comparación de los costos con los beneficios debe determinar el grado y extensión de la intervención pública.

Aunque también es cierto que en el sector aludido existe una conexión potencialmente determinante de los problemas de un banco y la fyanca de todo el sistema: dicho vínculo es el “contagio”, es decir, la probabilidad de que el descalabro de un banco en términos de hacer frente a sus obligaciones, ponga en peligro la capacidad de otros bancos o del sistema completo para honrar las que les corresponde. Tal posibilidad existe porque, además de la operación de los bancos con reservas fraccionales –hecho al que se hizo referencia antes– en el sector se opera con asimetrías de información, situación que se presenta cuando una parte del mercado cuenta con información más confiable que las otras partes.

Así, cuando un banco no puede devolver los fondos que los dueños de éstos le han confiado, los depositantes de otros bancos pueden igualmente desconfiar de obtener los suyos, porque saben que estas instituciones trabajan con reservas fraccionadas y porque desconocen la verdadera situación de liquidez y solvencia de esos bancos, a causa de la asimetría de información. La desconfianza que

* Publica el CEMLA, con la debida autorización, el artículo de L. E. Rivero M., quien actualmente es Asesor de la Presidencia, del Banco Central de Venezuela (BCV), y fue miembro del Directorio de esa institución. Las opiniones expresadas en este trabajo corresponden al autor y no reflejan necesariamente las del BCV.

crea un banco con problemas puede entonces originar una “corrida” bancaria, o un contagio, que termine afectando a una parte del sistema o creándole problemas al todo. Y la desconfianza puede provenir de conocer la verdadera situación de liquidez y solvencia de los bancos, con lo que se discrimina entre bancos buenos y bancos malos y, por lo tanto, la corrida ocurre contra los considerados malos, o cuando no se distingue entre unos y otros, por lo que el proceso de un solo banco puede impulsar a los depositantes a abandonar a otros bancos del sistema. En todo caso, lo importante a señalar es que existe evidencia empírica de que los contagios bancarios existen.¹ El caso de Venezuela se examinará en las secciones que se señalan a continuación.

Como no se sabe hasta que punto una determinada corrida bancaria puede afectar sólo a un grupo de bancos –tal vez unidos por algún arreglo societario o de operaciones– o crearle problemas a todo el sistema, las autoridades tienden a actuar con prudencia para evitar el derrame de consecuencias del fracaso de una institución particular; con más razón cuando el banco tiene cierta importancia dentro del conjunto y, además, las autoridades cuentan con experiencia de tales situaciones. En esos casos, el problema se tiende a enfrentar bien apelando al seguro bancario, si existe, o bien instrumentando operativos *ad-hoc* con cargo, al final, al fisco nacional, amén de todas las acciones administrativas que se implementen paralelamente.

La crisis bancaria de Venezuela de 1994 fue devastadora para la economía del país. De hecho, ha sido la más severa de su historia. El Banco Central de Venezuela desempeñó un papel trascendental para solucionarla, que en su momento generó amplia controversia. En el presente trabajo se resumen los aspectos más importantes de la misma porque vista a la distancia, permite una apreciación menos apasionada sobre sus características y de esa manera se obtienen enseñanzas sobre como manejar situaciones similares. En el análisis se comienza por explicar las causas de la crisis, para continuar con una descripción del objeto del Banco Central de Venezuela (BCV) enfocado desde la perspectiva de ese episodio de turbulencia financiera, repasar los aspectos legales en los cuales se fundamentó el enfoque de solución esco-

¹ Ted Temzelides (1997), “Are bank runs contagious?”, *Business Review*, Banco Federal de Reserva de Filadelfia, noviembre, pp. 3-14; Gerard Caprio, Jr., William C. Hunter, George G. Kaufman y Danny Leipziger (eds.), *Preventing bank crisis: lessons from recent global bank failures*, Banco Federal de Reserva de Chicago y Economic Development Institute del Banco Mundial, Washington, D. C., 1998.

gido, apreciar los costos de la misma y arribar a algunas conclusiones.²

II. Causas de la crisis

Las crisis bancarias sistémicas ocurren como consecuencia de tres factores: *i)* entorno macroeconómico (y socio-político que lo acompaña, en algunos casos) incubador de problemas al sistema financiero; *ii)* gestión bancaria defectuosa, agravada por fraude contra los ahorristas; y *iii)* debilidad supervisoría. Estos tres elementos estuvieron presentes en la génesis de la crisis de 1994 en Venezuela.

En cuanto al primero de ellos: entorno macroeconómico y socio-político desfavorable, los principales elementos que caracterizaron al país durante los dos años precedentes a la crisis fueron: el ciclo de auge y recesión que tiende a afectar negativamente a las instituciones financieras, porque durante la euforia del crecimiento, las cifras de ventas e inversión de las empresas y el consumo de las familias se incrementan, por lo que los banqueros tienden a prestar con prodigalidad, pero cuando sobreviene la recesión, con el desempleo y la caída de las ventas, hace su aparición el deterioro de las cifras, la morosidad y las dificultades de la banca. Eso fue lo que sucedió en Venezuela: el PIB creció en 6,47% en 1990, en 9,73% en 1991, en 6,06% en 1992 y en 0,28% en 1993: obviamente, hubo un auge en el período 1990-1991-1992, para luego enfriarse en 1993, el año previo a la crisis, y caer en términos absolutos durante la crisis (-2,35% en 1994).

Los intentos de golpe de estado de 1992, los rumores de nuevos golpes de estado en 1993, la inflación creciente, el déficit fiscal que forzó una política monetaria restrictiva para aminorar sus efectos sobre la economía y que produjo muy altas tasas de interés en términos reales, el hecho político sin precedentes de haber tenido cuatro presidentes constitucionales en un año (1993), los episodios de terrorismo en Caracas (bombas en distintos sitios de la ciudad); la incertidumbre y expectativas negativas que se crearon como consecuencia de todo lo anterior y que terminaron minando la confianza y haciendo caer la inversión, con lo que se creaba un fuerte choque a la demanda de dinero y marcadas salidas de capitales, todos estos elementos juntos constituyeron el marco propicio dentro del cual se gestó la crisis.

² Algunas partes de este trabajo provienen de un análisis del autor, Luis E. Rivero M., *Interpretación económica de los auxilios financieros*, Banco Central de Venezuela, Caracas, 1997 (Cuadernos BCV: Serie Técnica, n° 4).

El segundo elemento indispensable para el engendramiento de la ruptura financiera: la gestión bancaria defectuosa y el fraude, también se hicieron presentes. En tal sentido, debe mencionarse la iliquidez de algunas instituciones, la competencia por fondos entre bancos con dificultades que se basó en el ofrecimiento de altas tasas de interés en términos reales –y la consiguiente “bicicleta financiera”–³ las operaciones de alto riesgo o de larga madurez (bursátiles, inmobiliarias), la alta concentración crediticia, la dependencia de ingresos extraordinarios, el crecimiento de operaciones “fuera de balance” (mesas de dinero, *off-shore*, fideicomisos), la contabilidad no transparente (maquillaje contable), las conductas fraudulentas (vaciamiento de bancos por parte de sus directivos),⁴ todo lo cual redundaba en incrementos insostenibles de cartera demorada y en litigio y, a continuación, en insolvencias.

Finalmente, como tercer elemento generador de la crisis y que permitía el nacimiento y permanencia del comentado en el párrafo anterior, debe señalarse a la debilidad supervisora.

A ella contribuyó el retardo en la aprobación de la Ley General de Bancos y Otras Instituciones Financieras, que enfatizaba el carácter preventivo de la supervisión, con lo cual el Congreso de la República cargaba con su cuota de responsabilidad en los hechos que sucedieron durante la crisis. Esa reforma era considerada necesaria dentro del ambiente de reestructuración del sistema financiero, porque estaría orientada, en gran medida, a enfrentar el control y supervisión deficientes que caracterizaba a la Superintendencia de Bancos de entonces; baste un ejemplo para evidenciar esto último: al inicio de la crisis, la Superintendencia sólo contaba con un computador personal prestado por el Banco Central. La situación la completaban una regulación inadecuada que, entre otros problemas, permitía la baja capitalización de los bancos, normas contables poco transparentes, debilidad presupuestaria del ente supervisor que le impedía retener a los buenos supervisores quienes encontraban con toda naturalidad mejores condiciones de trabajo en los bancos que inspeccionaban, entre otros factores.

La conjunción de los tres elementos mencionados dio lugar a la crisis. A continuación se examinan las acciones emprendidas por el BCV, dentro del marco de la legislación que regulaba la actua-

³ Práctica que consiste en satisfacer los flujos de salida de efectivo con nuevas captaciones a tasas de interés crecientes. Similar al denominado “Esquema Ponzi”, es decir pagar deudas viejas con nuevas deudas.

⁴ Retiro de los activos con valor de un banco y su sustitución por activos ficticios.

ción del instituto emisor y la banca para ese período de la vida económica del país.

III. Objeto del Banco Central de Venezuela y acciones emprendidas por el instituto emisor durante la crisis

En general, los bancos centrales modernos se enfrentan a tres responsabilidades fundamentales: buscar la estabilidad monetaria, asegurar la continuidad de los pagos internacionales del país y contribuir con el buen funcionamiento del sistema de pagos interno y de la industria bancaria. Dependiendo del país del cual se trate, estos tres objetos de la autoridad monetaria aparecen más o menos formalmente explícitos en la legislación que marca la actuación de la autoridad monetaria.

En Venezuela, los tres objetos se establecieron en el Artículo 2 de la Ley del Banco Central, de 1992. Respecto al tercero de ellos, el numeral 1 del mencionado Artículo, especificaba que el Banco Central tendría a su cargo:

“... Promover la adecuada liquidez del sistema financiero con el fin de ajustarlo a las necesidades del país”.

La autoridad monetaria se involucra en el problema de preservar el buen funcionamiento del sistema bancario y de pagos porque su trabajo lo ejerce a través de sus instrumentos –de aquí la denominación de “instrumentos monetarios”– y, porque tales instrumentos de política monetaria afectan a la economía, a través de los bancos y otras instituciones financieras. Si los bancos andan mal, los instrumentos de política monetaria que movilice el Banco Central pierden efectividad: es imposible regular el crédito bancario cuando las instituciones no existen o apenas están tratando de sobrevivir, el nivel del encaje legal pierde sentido y no hay con quien realizar operaciones de mercado abierto con algún sentido de operatividad. Peligra así la estabilidad monetaria porque el instituto emisor tiene dificultad para regular el mercado monetario en función de los objetivos de inflación, de reservas internacionales y de viabilidad del sistema de pagos. De ahí el interés del banco central en el buen desempeño del sistema bancario.

Cuando los problemas de los bancos no son generalizados y son de corta duración, la autoridad monetaria compatibiliza la restricción que debe mantener sobre las variables monetarias –sobre todo en presencia de déficit fiscales cuya característica es la expansión inconveniente de fuerzas inflacionarias– con el normal funcionamiento de la economía, del sistema de pagos y del bancario. Pe-

ro si los problemas se inclinan hacia el lado de iliquidez grave de los bancos o de su insolvencia, el Banco Central debe atender esta prioridad en caso de que otros entes del sector público con responsabilidad directa en el problema no ayuden con la fuerza necesaria, como Fogade⁵ (el ente público encargado en Venezuela de garantizar los depósitos del público en los bancos y de prestar auxilio financiero para restablecer la liquidez y solvencia de estas instituciones) o el mismo gobierno.

En 1993, año previo a la crisis, la actividad de prestamista del Banco Central a los bancos fue muy restringida. En general, tales créditos se concedieron por plazos de hasta 15 días, con garantía de papeles públicos y por montos que compatibilizan las metas semanales de liquidez –inscritas a su vez en el programa monetario anual– con la conveniencia de mantener el normal funcionamiento del sistema bancario.⁶

Pero en el caso concreto de la crisis del sistema bancario de 1994, comenzada visiblemente en enero de ese año, se estaba en presencia, por el contrario, de un inminente riesgo de inestabilidad del sistema financiero, si se tiene en cuenta el peso de la institución con la cual se inició esa crisis (Banco Latino)⁷ y su relación con otras instituciones financieras a las que podía arrastrar y sobre las cuales efectivamente influyó. En tales circunstancias, lo que estaba en juego era el funcionamiento del sistema de pagos y la efectividad de la política monetaria. Como elemento multiplicador del problema hay que señalar a la pérdida de confianza de los ahorristas. Las crisis de esta naturaleza en otros países han enseñado que si no se atienden con decisión desde el principio, terminan siendo más costosas para el Estado.

La actuación del BCV durante la crisis puede separarse en dos componentes: las decisiones que no afectaron a la base monetaria o que sólo lo hicieron ligeramente, y las que se basaron fundamentalmente en la expansión de este agregado monetario. En cuanto a las primeras, algunas se instrumentaron al comienzo de la crisis aunque otras estuvieron presentes a lo largo de este período. Desde 1992 el Banco Central había enfrentado los problemas de liquidez de la banca no sólo a

través de la vía ordinaria de la taquilla del redescuento (o de los anticipos y reportos, dependiendo de la figura financiera usada) para satisfacer las necesidades transitorias de liquidez de los bancos, sino que había puesto en práctica un programa de atención a dichos problemas a través del crédito del BCV que canalizaban determinados bancos agentes en el mercado interbancario. Luego, en enero de 1994, el BCV redujo el coeficiente de encaje del 15% al 12%, de tal manera de acrecentar la oferta de fondos disponibles a la banca. Además, se permitió a la banca mantener los encajes para los depósitos en moneda extranjera, en la misma moneda en la que estaban constituidos. En los meses siguientes se autorizó, adicionalmente, a que aquellos bancos que estuvieren concediendo préstamos a los que necesitaban liquidez, imputasen esos recursos dentro del monto del encaje mantenido.

Además, el BCV insistió sin desmayar en la política de persuasión moral, apoyo técnico, uso de su capacidad de convocatoria, realización de estudios, advertencia oportuna, fortalecimiento de regulaciones prudenciales, entre otras, con el ánimo de contribuir con la búsqueda de soluciones a la crisis, mientras que se respetaba el ámbito de competencia y responsabilidad de otros entes del sector público.

En cuanto a las acciones del Banco Central emprendidas a proveer recursos financieros a Fogade, que sí impactaron con fuerza a la base monetaria, pero que además fueron determinantes para que el sistema de pagos del país siguiera funcionando a pesar de la crisis y no se paralizara la economía, fueron los más comentados durante y después de la crisis. Ni el gobierno –directamente– ni Fogade, contaban con recursos financieros para enfrentar el retiro masivo de fondos que llevaron a cabo los depositantes y acreedores del Banco Latino y otros bancos, desde finales de 1993 y comienzos de 1994, cuando estalló la crisis. Sólo el Banco Central podía crear tales recursos.

Dada la carencia de recursos de Fogade,⁸ el Banco Central tuvo que apoyar a esa institución mediante anticipos (bolívares creados a tal efecto) para que Fogade, a su vez, atendiera los retiros de depósitos y otras acreencias que el público mantenía en las instituciones financieras auxiliadas. El mecanismo consistía en que cada día, el BCV acreditaba a la cuenta de Fogade en el instituto emisor los montos que requerían dichos bancos auxiliados para atender los retiros del público, monto este que era el re-

⁵ Fondo de Garantía de Depósitos y Protección Bancaria.

⁶ En función de su política monetaria y de acuerdo con las metas de expansión de los activos internos netos del instituto emisor (uno de los dos componentes de la base monetaria, que es el que tiene la característica de estar más controlado del BCV ya que el otro, las reservas internacionales netas, dependen de las fuerzas que determinan la balanza de pagos del país) contenidas en su programación monetaria anual.

⁷ Considerando las operaciones fuera de balance, este banco era el que administraba más fondos del público en el sistema.

⁸ Cabe señalar que en 8 años de funcionamiento esta entidad había acumulado reservas moderadamente adecuadas para atender crisis, pero para inicios de 1994 éstas estaban depositadas en los mismos bancos que entraron en crisis.

flejado en la cámara de compensación (débitos no cubiertos, es decir, sin fondos, de cada banco). Tales recursos estaban, entonces, destinados a los ahorristas. Rafael Caldera, nuevo Presidente de la República, en una declaración ofrecida para apoyar las medidas emprendidas por el BCV y Fogade que, a su vez, formaban parte del programa para enfrentar la crisis anunciado previamente por el saliente presidente de la república, Ramón J. Velásquez, señalaba lo siguiente “El dinero que entregó en auxilio financiero Fogade a los bancos, no se dio a los banqueros para que lo dispusieran a su antojo, sino que ha sido una operación crediticia *“sui generis”*, realizada por intermedio del Banco Central de Venezuela y al mismo tiempo representa la defensa de los intereses de grandes sectores populares que tienen sus dineros en esas instituciones y, desde luego, reclaman que el Estado vele por ellos” (*El Universal*, cuerpo 1, 30 de abril de 2004, p. 14). Esta idea la reiteró el presidente Caldera una semana después “Ha sido un terremoto el que ha sacudido al sistema bancario nacional. No dar respuestas a ese problema hubiera sido dramático y trágico no para los banqueros, sino para quienes tienen sus depósitos y sus ahorros en cada uno de los bancos a los cuales el Gobierno se ha visto en la necesidad de auxiliar financieramente. El cataclismo que el Banco Latino ocasionó en Venezuela hubiera podido representar la desesperación y la ruina de millares de venezolanos (*El Nacional*, cuerpo D, 8 de marzo de 1994, p. 1).⁹

Tal acción, sin embargo, tuvo costos que han sido claramente reconocidos: fuerte inyección monetaria del BCV a través de anticipos a Fogade y de éste a los bancos mediante los auxilios financieros; pérdida de consistencia –inevitable en tal circunstancia– con los otros dos objetivos de la política monetaria: estabilidad monetaria y equilibrio de las cuentas externas; aumento del déficit cuasifiscal, ya que las pérdidas en que incurre el Banco Central son soportadas, en última instancia, por el Gobierno Nacional; incremento de las tasas de interés y, por último, creación de presiones tributarias adicionales y pérdidas de reservas internacionales. Sin embargo, ortodoxamente, los bancos centrales tienden a actuar de esta manera durante los episodios de crisis bancarias sistémicas.

Como referencia para apoyar tal política de auxilios financieros, se trae a colación una opinión del Premio Nobel de Economía Milton Friedman, quien a pesar de ser un líder (empecinado) del

⁹ Referencias citadas por Eddy Torres, *Actuación del Banco Central de Venezuela durante la crisis financiera de 1994*, Banco Central de Venezuela, Caracas, 2000 (Cuadernos BCV: Serie Técnica, nº 2).

punto de vista de que los banqueros centrales deben dejar de lado el actuar discrecionalmente en torno al control del crecimiento de la masa monetaria y más bien guiarse por reglas fijas que impidan una expansión inconveniente de la oferta de dinero, a la hora de juzgar la Gran Depresión de 1929 y la crisis bancaria que la precedió y la originó, ha sostenido: “Las autoridades monetarias de Estados Unidos aplicaron políticas en alto grado deflacionarias y no de expansión. En Estados Unidos el numerario declinó en un tercio durante el curso de la contracción; y declinó no porque no hubiera empresarios dispuestos a tomar dinero en préstamo. Declinó porque el Sistema de la Reserva Federal forzó o permitió una marcada reducción de la base monetaria; porque no hizo frente a las responsabilidades que se le asignaron en la Ley de la Reserva Federal, que consistían en proveer a la liquidez del sistema financiero. La gran contracción es un trágico testimonio del poder de la moneda y no –como creían Keynes y tantos de sus contemporáneos– prueba de su falta de importancia.”¹⁰

Se desprende de opiniones de esta naturaleza que lo que es prudente en situaciones normales – en este caso que la expansión monetaria sea más bien limitada– puede convertirse en un desacierto en condiciones distintas en las que se requiere el concurso del banco central en términos de su responsabilidad de ayudar a salir a la economía de tropiezos graves al funcionamiento del sistema de pagos; arredramiento del banco central frente a su compromiso simplemente permite el nacimiento de depresiones inefables de la economía. Con los auxilios financieros se salvaguardó el sistema de pagos, tal como se explicará más adelante. Aun siendo reiterativos, tal acción era responsabilidad del Banco Central y, como tal, la cumplió.

Dentro de las limitaciones que sus propios instrumentos le establecían y para no desentenderse de sus otras dos finalidades, el Banco Central actuó en la medida de lo necesario a través de su política de mercado abierto: se intensificó la emisión de bonos cero cupón para drenar en lo posible la liquidez generada por los auxilios financieros.

Fue tan intensa la atención que el ente emisor le prestó a este problema, que la base monetaria aumentó sólo en 7,45% durante el primer semestre de 1994, es decir, en los meses en los cuales se instrumentó la política bajo análisis. En el semestre anterior –2° de 1993– la base monetaria había crecido en 17,72% y en el 2° de 1994, una vez que cesaron los auxilios, su crecimiento fue de 53,87%,

¹⁰ Milton Friedman, *Dólares y déficit*, Emecé Editores, Buenos Aires, 1971, p. 26.

producto, en este último caso, de la implantación del control de cambio. De tal manera que con sus operaciones de mercado abierto, la autoridad monetaria redujo apreciablemente el efecto inflacionario de los auxilios financieros, amén, por supuesto, de que la disminución de las reservas internacionales producida por la misma crisis, contribuyó con tal decrecimiento de la base.

Algunas cifras importantes sobre éste y otros aspectos de la crisis se ofrecen al final de este trabajo.

IV. Efectos sobre la economía de una negativa del BCV de proveer recursos a Fogade

Después de haber estado cerrado el Banco Latino al público durante un par de meses, se auxilió financieramente a esta institución para que atendiera a sus depositantes. Pero si el BCV no hubiera accedido a ofrecer anticipos a Fogade, se hubiera producido la siguiente secuencia de hechos al no poder el Banco Latino cubrir sus compromisos de pago en la cámara de compensación: una vez excluido de este mecanismo, dicha situación habría producido la inmovilización de las acreencias de personas naturales y jurídicas contra el mencionado banco; esto hubiera extendido una ola de temor entre esos depositantes y acreedores, que se habría convertido en pánico al transcurrir el tiempo sin que las autoridades ofrecieran una respuesta oportuna a sus demandas. La creación de problemas de orden público habría sido la siguiente etapa –algo que se empezó a vivir en las semanas inmediatamente después de la intervención de la entidad bancaria en referencia. Tal comportamiento de esas personas naturales y representantes de entes jurídicos habría contagiado, en primer lugar, a los depositantes y acreedores de los bancos que estaban ligados al Latino y que, por lo tanto, fueron los que sintieron inmediata y directamente el efecto de los problemas de este último. Uno tras otro cada uno de estos bancos habría sido excluido de la cámara de compensación y, en consecuencia, intervenido.

Sin recibir respuesta oportuna de las autoridades responsables de garantizar los depósitos, tal temor y hasta pánico de los primeros ahorristas en sentir el problema, se habría ido extendiendo en algún grado a los ahorristas de otras instituciones financieras. Aparte de los graves inconvenientes que tal comportamiento habría acarreado sobre el sistema de pagos –que se examinará en la sección siguiente– la tendencia natural de los agentes económicos en situaciones como está es la de buscar refugios en los cuales tratar de preservar el patrimonio de la unidad familiar o institucional que se

trata de defender. Dos vías aparecen de inmediato como salidas: las divisas y los bienes inmuebles. En cuanto al desplazamiento de parte de los depósitos hacia bancos reputados como sanos, aunque ello se produjo en cierta medida y, consecuentemente, podría haber sido una salida adecuada para los depositantes, por otra parte, no resolvía el problema mayor: la desconfianza en la moneda nacional.

A lo que se está haciendo referencia aquí es a la menor estima que las personas sienten por la unidad monetaria nacional, que los lleva a tratar de salir de ella, situación que los economistas describen como un “*shock*” a la demanda de dinero.

Tal *shock* a la demanda de dinero, que se manifiesta en el incremento de presiones inflacionarias en el mercado de bienes y, principalmente, en el de inmuebles, y en depreciación de la tasa de cambio –la cual, a su vez, retroalimenta el proceso inflacionario por dos vías: el aumento de precios de los insumos y bienes terminados que provienen de mercados externos y la creación de más bolívares por cada dólar, producto de la depreciación de los primeros– fuerza a las autoridades monetarias a acentuar su política restrictiva.

Resumiendo, entonces: de no haber accedido el Banco Central a suministrar recursos a Fogade para que esta institución atendiera los retiros de acreencias de los depositantes, se habría producido pánico –lo cual no ocurrió, pues sólo hubo manifestaciones de temor y disgusto que en buena medida se disiparon al manifestar tanto las autoridades financieras como el Congreso y el Ejecutivo su disposición a encontrarle una salida al problema. Con el pánico se habría agravado el *shock* a la demanda de dinero, es decir, una disminución del deseo de mantener bolívares en las carteras familiares e institucionales. Como consecuencia, hubieran subido los precios, se hubiera incrementado la tasa de cambio y/o hubieran bajado las reservas internacionales. A continuación la acción restrictiva de la autoridad monetaria para contrarrestar tal cadena de eventos hubiera creado una presión ascendente sobre la tasa de interés, y la acumulación de títulos por pagar en el pasivo del BCV.

Esta secuencia de modificación de variables económicas es muy parecida a la que finalmente ocurrió con la activación de los auxilios. De tal forma que los costos que se produjeron en la realidad hubieran tenido la misma *dirección* que los que habría enfrentado el país si no se hubiera apelado a la monetización de la crisis. Pero la diferencia en la *intensidad* de la reacción de los agentes económicos a una situación de atención al problema de carencia de recursos de los bancos para responder a las exigencias de sus acreedores –en este caso, a través de los auxilios– frente a la alter-

nativa del colapso de las instituciones, es grande. Es la diferencia entre la desconfianza y el pánico. O entre la inquietud y el caos. Otras instituciones financieras habrían sucumbido, en adición a las que fueron barridas por la crisis. Y se hubiera vivido la situación de 1994, pero multiplicada en complicaciones económicas, sociales y políticas. Una primera conclusión, por lo tanto, es que una crítica a los auxilios financieros no podría basarse en alegar una supuesta situación sin problemas si aquellos auxilios no se hubieran otorgado.

Otro posible curso de desencadenamiento de problemas hubiera sido que la falta de acceso del público a sus depósitos hubiese provocado recesión económica o hasta depresión, como ocurrió en Estados Unidos en 1929 o en Argentina en 2001.

Pero lo más importante es que si no se hubiesen concedido los anticipos del BCV a Fogade, el país hubiera tenido que enfrentar un costo neto adicional, y muy grande: el relacionado con el asolamiento del sistema de pagos, que se explica a continuación.

La estabilidad del *sistema bancario* del país depende fundamentalmente de la confianza que el público tenga en los elementos que lo integran, a saber: sus instituciones, los instrumentos financieros –que constituyen el vehículo para el transporte del ahorro hacia el gasto– y los mercados en los cuales estos elementos conviven.

A su vez, en la economía de hoy en día, el *sistema de pagos* lo conforman el conjunto de prácticas y mecanismos a través de los cuales los agentes económicos cancelan las obligaciones contraídas por la adquisición de activos financieros –dinero, bonos, acciones, etc.– y activos reales: bienes de consumo y de inversión.

Para liquidar sus deudas, los agentes económicos pueden utilizar efectivo –monedas metálicas y billetes– o depósitos en bancos, los cuales son movilizados mediante cheques, tarjetas de débito y crédito, transferencias y otros procedimientos. Los depósitos totales en la banca comercial representaban en 1994 más del 60% de los depósitos totales en las instituciones financieras en Venezuela. De esto se deduce que los bancos comerciales y universales manejan el mayor porcentaje de recursos financieros de la comunidad, al mismo tiempo que constituyen la principal fuente de crédito para los sectores productivos de la economía. Además, administraban más del 95% de los depósitos totales a la vista, es decir, movilizables mediante cheques, por lo cual constituían un elemento fundamental para el funcionamiento eficiente del sistema de pagos de la economía.

En Venezuela, cuando los problemas de liquidez de los bancos se agudizan y prolongan hasta

convertirse en problemas de solvencia, es Fogade la institución encargada de atenderlos. Así, conjuntamente y a través de los distintos plazos y condiciones que les señala la ley, el Banco Central y Fogade coadyuvan al objetivo de salvaguardar la estabilidad del sistema bancario.

Si el Banco Central no atendiera –de acuerdo con su criterio y con su espacio legal– a las instituciones que requieren asistencia de corto plazo y si no proveyera los recursos para que a su vez, Fogade hiciera lo mismo dentro de su respectiva esfera de acción, las instituciones financieras saldrían de la cámara de compensación en el caso de obtener resultados adversos en el movimiento de captación y retiro de depósitos que no pudieran atender con sus disponibilidades líquidas. Dependiendo del banco de que se trate, es decir, de su tamaño, relaciones con otros bancos, etc., tal situación puede acarrear graves consecuencias para la economía. Esto último se tratará de explicar a continuación, partiendo del mecanismo de la cámara de compensación.

La cámara de compensación es una organización en la cual los bancos presentan cheques de sus clientes, contra otros bancos, para ser cobrados. El banco compensador –papel ejercido por el Banco Central– salda las deudas mutuas. De esta “compensación” emerge la posición deudora o acreedora de cada banco, posiciones que son entonces liquidadas a través de las transferencias de cuentas en el Banco Central. Cuando su cuenta en el BCV se agota, el banco deficitario debe urgentemente obtener recursos –mediante préstamos y venta de cartera, principalmente– para cubrir su saldo deficitario. Si no puede hacerlo, el reglamento impone su exclusión del sistema de compensación.

Cuando un banco es excluido de la cámara de compensación los demás bancos del sistema no aceptan depósitos con cheques a cargo del banco excluido, por cuanto no los pueden cobrar a través de la compensación. Por otra parte, los clientes del banco excluido tenderán a retirar sus haberes en esa institución y primeramente los depósitos a la vista, por cuanto no podrán movilizarlos mediante cheques. Si el banco excluido sigue sin recibir el auxilio de Fogade, se profundizará su crisis, lo cual conducirá a la pérdida total de clientes. La intervención es una etapa de esa cadena de problemas.

Si el banco intervenido tiene cierto tamaño relativo, se corre el riesgo de que se generalice la desconfianza del público en las instituciones bancarias y se inicie una ola de rumores que se traduciría en corridas contra otros bancos, sobre todo, contra los que el público considere más vulnerables. Estos últimos entrarían entonces a confrontar problemas graves de liquidez. Uno tras otro se irían debili-

tando rápidamente. Es el proceso que se explicó en páginas precedentes.

Al extenderse la desconfianza en las instituciones financieras, el comercio y el público en general comenzarán a rechazar los pagos con cheques, al principio, de los bancos con evidentes problemas, pero luego, de cualquiera contra el cual se dirija la ola de rumores. Los problemas referidos a la búsqueda de refugio en las divisas ante una corrida bancaria son consecuencia, en parte, de esa desconfianza. La vuelta al objetivo eliminaría al crédito bancario y obligaría a los bancos a exigir el pago anticipado de los créditos ya concedidos. En tal evento, la inversión productiva quedaría desamparada y golpeada, de lo cual ofrece evidencia la situación de Argentina en diciembre de 2001.

La pérdida de confianza, al generalizarse, distorsionaría completamente el sistema de pagos, por cuanto sería imposible manejar el volumen total de las transacciones de cualquier economía moderna, por pequeña que sea, mediante cancelaciones a través de efectivo.

Al respecto, basta sólo con mencionar que, diariamente, a través de la cámara de compensación, se compensaban más de 300.000 cheques en el período de la crisis.

Un sistema de pagos basado sólo o mayormente en efectivo, constituiría un gran freno a la actividad económica. El problema se transferiría totalmente al Banco Central, al cual le sería muy difícil equiparar el volumen de efectivo inyectado a la economía con el que requeriría el giro económico. Los riesgos de operar solamente con dinero de curso legal acrecentarían los costos de seguridad de toda la población y las transacciones a distancia se verían grandemente entorpecidas. La actividad económica se retrotraería a los niveles que tuvo hace siglos. Es tal la situación que estaba en juego.

El autor de este trabajo escribió un artículo para uno de los periódicos de más circulación en Venezuela, en 1997, a tres años de haber irrumpido la crisis. En él, destaca la diferencia en el tratamiento dado por las autoridades a la turbulencia financiera creada por los episodios de crisis en dos países, y sus resultados. Por tratarse de realidades y no de conjeturas, se incluye textualmente a continuación, a modo de conclusión de esta parte del trabajo.

“Existen muchas diferencias entre Venezuela y Albania: aparte de sus raíces distintas, con todo lo que eso implica, Albania es un país pequeño comparado con Venezuela, de escasa población –aunque más alfabetizada– pero más densamente habitado, y de edad promedio mayor. Su ingreso per cápita es sólo alrededor de un séptimo del de Venezuela, producto a su vez de una base de exportación de carácter primario más marcada que la nuestra y con una geografía eminentemente monta-

ñosa castigada por temperaturas extremas. Muchas otras diferencias podrían señalarse entre ambas naciones si la atención se enfocara sobre aspectos como la religión, sistemas políticos, integración comercial con otros países, etcétera

Con todo esto, hubo un hecho en la historia económica reciente de ambos países que tendió a semejarlos: la crisis financiera, de 1994 en Venezuela y 1997 en Albania. Sin embargo, también en el tratamiento de la misma se escogieron vías distintas.

En Venezuela, con todos los errores que puedan señalarse, que no han sido, por cierto, exclusivos de nuestro enfoque de soluciones a dicha crisis, hubo un Estado que salió a enfrentar el problema. Así, Gobierno, Congreso y autoridades financieras –Fogade, Superintendencia de Bancos y Banco Central– cada uno en su área de responsabilidad, adoptó decisiones y llevó a cabo acciones que permitieron que a un poco más de tres años de haber hecho erupción la debacle financiera, ya sea parte de la historia de este país. Por supuesto, hay costos de la crisis que estamos pagando, dado que las instituciones financieras con problemas habían sido literalmente vaciadas *antes* de que comenzara la política de auxilios financieros. La intención de los auxilios fue, precisamente, reponer los haberes de los depositantes en esos bancos y, de esa manera, preservar el sistema de pagos del país, al evitar el desastre económico y social que hubiera ocurrido de no haberse atendido los reclamos de millones de venezolanos. Estos, posiblemente en su mayoría y basándose en la buena fe que pusieron en las autoridades, no se enteraron que el dinero que recuperaron provino del Banco Central –en el período enero-junio de 1994– producto de una política consciente y responsable para enfrentar el deber de preservar la viabilidad de la economía, el andamiaje democrático y la paz social. Para ser justos, hay que reconocer que estos importantísimos logros no fueron frutos de la casualidad.

En cambio, en Albania, y a diferencia de Venezuela, las autoridades se inhibieron frente a la crisis. Su pasividad permitió el estallido de la guerra civil y la anarquía. Turbas enardecidas por la realidad de la pérdida de sus ahorros saquearon los arsenales del Gobierno y crearon una zona rebelde en el sur del país. Durante los cinco meses que ha durado la difícil situación, bandas armadas han mantenido en zozobra al gobierno, con lo que se ha ocasionado la emigración de miles de albaneses y la muerte de más de 1.800 personas. El último episodio de ese cuadro de dificultades ha sido la renuncia del Presidente Sali Berisha, su sustitución por Rexhep Mejdani y un cambio radical de fuerzas políticas en el poder, con ganancias para el partido Socialista (ex comunista), quien enfrenta el desafío de restablecer el orden público y la viabilidad política y económica del país.

Al evaluar retrospectivamente los auxilios financieros durante la turbulencia de 1994, no deberían ignorarse lecciones como la que arroja la experiencia de Albania. Con toda la contrargumentación que pudiera esgrimirse por las diferencias que hay entre Venezuela y el otro país, el hecho común a ambos es una realidad del ser humano que sobresale: cuando se afectan los haberes de una persona, especialmente si de ellos depende en algún grado la seguridad económica para el futuro, la reacción no espera. Es bastante más usual y fácil hacer el examen de una política implementada si se consideran los costos y las consecuencias efectivamente producidos, que pensando apropiadamente lo que hubiera ocurrido de no haberse actuado en la forma como se hizo. La situación

de Venezuela sería diferente en el día de hoy si quienes tenían la responsabilidad de enfrentar la crisis financiera se hubieran abstenido de adoptar decisiones”.

V. Basamento legal de la actuación del BCV durante la crisis¹¹

El Artículo 2° de la Ley del BCV vigente durante el período de la crisis, establecía lo siguiente:

Capítulo II

Del Objeto del Banco

Artículo 2°: Corresponde al Banco Central de Venezuela crear y mantener condiciones monetarias, crediticias y cambiarias favorables a la estabilidad de la moneda, al equilibrio económico y al desarrollo ordenado de la economía, así como asegurar la continuidad de los pagos internacionales del país. A tal efecto, tendrá a su cargo:

1. *Regular el medio circulante y, en general, promover la adecuada liquidez del sistema financiero con el fin de ajustarlo a las necesidades del país.* (Letra cursiva del autor.)

La crisis de 1994 obviamente estaba afectando la estabilidad de la moneda, el equilibrio económico, el desarrollo ordenado de la economía y la continuidad de los pagos internacionales del país, por lo que la Ley obligaba al instituto emisor a ajustar la liquidez de acuerdo con las necesidades del país durante ese período.

Por su parte Fogade, de acuerdo con la Ley General de Bancos y otras Instituciones Financieras, tenía el siguiente objeto:

Capítulo II

Del Objeto del Fondo

Artículo 203: El Fondo de Garantía de Depósitos y Protección Bancaria tiene por objeto, en los términos y condiciones establecidos en el presente Título:

1. Garantizar los depósitos del público realizados en los bancos e instituciones financieras regidos por esta Ley, en los términos previstos en este Título.
2. *Prestar auxilio financiero para restablecer la liquidez y solvencia de los bancos e instituciones financieras regidos por esta Ley.* (Letra cursiva del autor.)
3. Ejercer la función de liquidador en los casos de liquidaciones de bancos e instituciones financieras regidos por esta Ley.

Además de aplicar los instrumentos usuales de política monetaria (redescuento, disminución del encaje legal, persuasión moral) a los que se hizo alusión antes, ante la falta de recursos de Fogade para auxiliar a los bancos con problemas, el BCV

concedió anticipos a Fogade, para permitirle a ambas instituciones cumplir con su objeto.

Para otorgar tales anticipos, el Banco Central utilizó la autorización legal que contemplaban los Artículos 225 y 314 de la Ley General de Bancos y Otras Instituciones Financieras, y los Artículos 10 y 11 de la Ley Especial de Protección a los Depositantes y de Regulación de Emergencias en las Instituciones Financieras, (esta última ley aprobada por el Congreso en medio de la crisis) los cuales se citan a continuación:

Artículo 225 (Ley General de Bancos)

A solicitud del Fondo de Garantía de Depósitos y Protección Bancaria y a los fines del cumplimiento de su objeto, el Banco Central de Venezuela podrá otorgarle anticipos hasta por un plazo de un año (1) año, con garantía sobre los activos del Fondo o los aportes futuros. La tasa de interés que devengarán estos anticipos será la aplicada por el Banco Central de Venezuela en sus operaciones ordinarias.

Parágrafo único: En las operaciones que el Banco Central de Venezuela realice con el Fondo no estará sujeto a las limitaciones que su ley le establece.

Artículo 314 (Ley General de Bancos)

Durante los tres (3) años siguientes a la fecha de entrada en vigencia de la presente Ley, con el voto favorable de al menos cinco (5) de los miembros de su Junta Directiva y previa opinión favorable del Banco Central de Venezuela, el Fondo podrá otorgar auxilio financiero a bancos e instituciones financieras que no hubiesen sido objeto de intervención, en aquellos casos en que ello fuese necesario para salvaguardar la estabilidad del sistema bancario.

En este supuesto, de acuerdo con las características de cada caso, el Fondo, previa opinión favorable del Banco Central de Venezuela, establecerá las medidas y el plan de rehabilitación a los cuales debe convenir en someterse la institución objeto de auxilio financiero.

Parágrafo único: A los efectos previstos en el encabezamiento de este artículo, el Banco Central de Venezuela podrá otorgar anticipos al Fondo hasta por un plazo máximo de dos (2) años. Estos anticipos no podrán exceder en su conjunto del doble de los aportes entregados al Fondo por los bancos e instituciones financieras en los dos (2) semestres inmediatos anteriores, cuyo cierre contable se haya producido.

Artículo 10 (Ley Especial de Protección a los Depositantes y de Regulación de Emergencias en las Instituciones financieras)

A los fines previstos en esta Ley, el Banco Central de Venezuela, por decisión unánime de su Directorio, podrá otorgar al Fondo de Garantía de Depósitos y Protección Bancaria (Fogade) los auxilios financieros que éste solicite, en términos y condiciones que al efecto determine y con garantía de activos de dicho Fondo o de sus aportes futuros.

Artículo 11 (Ley Especial de Protección a los Depositantes y de Regulación de Emergencias en las Instituciones financieras)

La asistencia financiera a que se refiere esta ley, así como los créditos que otorgue el Banco Central de Venezuela conforme a lo previsto en el artículo anterior,

¹¹ Un análisis legal de la crisis se consigue en Eddy Torres, *op. cit.*

tendrá una duración en cada caso, de un año, prorrogable hasta por dos (2) veces por lapsos de un año cada vez.

Por su parte, Fogade, para cumplir con su objeto (señalado antes) se basó en los Artículos 225, 229, 230 y 314 de la Ley de Bancos, los cuales regulan lo referido a la obtención de recursos y los auxilios financieros que podía conceder (condiciones de los mismos). De tal manera que tanto el BCV como Fogade fundamentaron su actuación apegados a la legislación vigente para el período de la crisis.

“Cuando el Directorio del Banco Central de Venezuela decidió otorgar los anticipos a Fogade tuvo presente las condiciones económico-financieras del Fondo y las del país, en general, así como el carácter de organismo público de éste, sin fines de lucro, que realiza funciones que corresponden al Estado. Es en virtud de esto último, entre otras razones, que el Congreso decidió incorporar la norma contenida en el Artículo 37 de la Ley Especial de Protección a los Depositantes y Regulación de Emergencias en las Instituciones Financieras, con lo cual aseguraba que Fogade cancelará los anticipos concedidos por el Banco Central, de conformidad con los Artículos 225 y 314 de la Ley General de Bancos y el Artículo 10 de la Ley Especial, antes citados.”¹²

VI. Magnitud de la crisis dentro del país

En el cuadro 1 se aprecia el tamaño de la crisis en términos del número de las instituciones afectadas y de oficinas involucradas, además del monto de los depósitos y del número de depositantes.

Como puede observarse, alrededor del 45% del total de las instituciones financieras del país fueron impactadas, lo cual significa que, en términos relativos, la crisis bancaria de Venezuela fue mayor que, por ejemplo, la de Estados Unidos en 1929, dado que en esta última sólo un tercio de las instituciones fueron arrastradas. A pesar de esto, en opinión de Milton Friedman, con ese número de instituciones bajo acecho, por no haber actuado su banco central –el Banco Federal de Reserva– suministrando la base monetaria necesaria para contrarrestar la disminución de la oferta monetaria que se produjo cuando los depositantes trataron de convertir sus acreencias en los bancos en efectivo, se dio lugar a la Gran Depresión, a pesar de las advertencias de los especialistas.¹³

¹² Eddy Torres, *op. cit.*, p. 28.

¹³ Milton Friedman, *op. cit.*, p. 172.

Cuadro 1

MAGNITUD DE LA CRISIS BANCARIA

(En porcentajes)

<i>Instituciones financieras afectadas^a</i>	<i>Número</i>	<i>Proporción</i>
Cerradas	59	35,1
Bajo el control del Estado	16	9,5
Total afectadas	75	44,6
Total sistema	168	100,0
<i>Oficinas afectadas^a</i>		
En bancos cerrados	759	27,9
En bancos controlados por el Estado	597	22,0
Total afectadas	1.356	49,9
Total Sistema	2.718	100,0
<i>Monto de depósitos afectados^{b,c}</i>		
En bancos cerrados	465.552	29,8
En bancos controlados por el Estado	386.988	24,8
Total afectados	852.540	54,6
Total sistema	1.562.773	100,0
<i>Depósitos afectados^b</i>		
En bancos cerrados	1.944.244	16,2
En bancos controlados por el Estado	4.493.917	37,5
Total afectados	6.438.161	53,7
Total sistema	11.986.650	100,0

^a Se refiere a bancos comerciales, hipotecarios, de inversión, fondos de activos líquidos y arrendadoras financieras. ^b Cifras al 31-12-93 para bancos comerciales. ^c En millones de bolívares.

Por otro lado, la mitad de las oficinas bancarias a disposición del público fue afectada (1.356 de un total de 2.718); el monto de los depósitos involucrados en el problema subió a la cantidad de 852.54 millones de bolívares (55% del total) y los depositantes que sintieron en carne propia el drama de la crisis se elevó a cerca de seis millones y medio (alrededor del 54% de la totalidad).

Sin duda, se trató de una verdadera emergencia nacional y hacia su atención se dirigió la política de los auxilios financieros.

VII. Costo de la crisis bancaria

El estado tuvo que hacer erogaciones para atender a los acreedores de las instituciones afectadas y los gastos operativos de éstas.

Hubo tres tipos de flujos financieros para llevar a cabo tal atención: *i)* los anticipos otorgados por el Banco Central a Fogade, organismo que a su vez los destinó al auxilio de las ocho instituciones que fueron luego intervenidas en junio de 1994 por la vía legal de los Artículos 314 y 225 de la Ley de Bancos y 10 de la Ley de Emergencia (citados en la parte V de este trabajo); *ii)* los anticipos dados por el ente emisor especialmente a Fogade para que auxiliara específicamente al Banco Latino y que provinieron

del mandato legal contenido en el Artículo 10 de la Ley de Emergencia; y, *iii*) la emisión de bonos de la deuda pública nacional de 1994, que sirvió para pagar garantía hasta 4 millones a los acreedores de los bancos intervenidos en junio, a los cuales se acaba de hacer referencia, además de capitalizar a los bancos Venezuela y Consolidado –y la de 1996– cuyos bonos fueron usados para pagar el remanente entre 4 y 10 millones a los bancos intervenidos, las migraciones y los pasivos con el público que no figuraba en el balance. En el cuadro 2 se muestran esos montos. El total de los recursos entregados por Fogade llegó a 798.697 millones de bolívares (en términos netos, dado que se hicieron algunas cancelaciones) y el que provino del Fisco sumó 600.000 millones de bolívares, lo que arroja un total aproximado de 1.4 billones de bolívares. Esta cifra representa el costo de la crisis bancaria para el estado venezolano. Hay que señalar que por el hecho de que Fogade no pagó a tiempo sus deudas con el BCV, originadas en los anticipos que este último le otorgó, se generaron intereses por una suma en el entorno de 533.000 millones de bolívares (incluidos los cargos corrientes y de mora). Posteriormente, con el pago que realizó Fogade en 2004, estos intereses fueron condonados. El BCV recibió básicamente el capital otorgado 10 años antes (aproximadamente 800 millones de bolívares). La condonación afectó las utilidades futuras a entregarse desde el BCV al fisco, así como el no pago de la deuda afectó las utilidades de 1994 a 2004 debido al costo de la política monetaria.

Cuadro 2

COSTO DE LA CRISIS BANCARIA RECURSOS DESTINADOS A LA ATENCIÓN DE LA CRISIS BANCARIA

(En millones de bolívares)

Auxilios a grupos intervenidos en 1994	504.414
Auxilios otorgados al Banco Latino	294.283
<i>Total suministrado por Fogade</i>	<i>798.697</i>
<i>Bonos DPN 94: pago garantía 4 MM Bs. de los bancos intervenidos; capitalización Venezuela y Consolidado</i>	<i>400.000</i>
<i>Bonos DPN 96: pago garantía 4-10 MM Bs. de los bancos intervenidos; pago parcial migraciones, extrabalances</i>	<i>200.000</i>
<i>Total suministrado por el Fisco</i>	<i>600.000</i>
<i>Total suministrado</i>	<i>1.398.697</i>

NOTAS: No incluye intereses porque constituyen asientos contables que no implicaron erogación de efectivo. No se incluyen los bonos emitidos por Fogade puesto que su servicio se efectuó con activos obtenidos de bancos auxiliados y estatizados.

VIII. La crisis de Venezuela en el entorno internacional

Considerando el (o los) año(s) pico(s) de las crisis, una comparación del costo de la misma, en términos del peso de los desembolsos totales del Estado dentro del producto interno bruto para algunos países que han atravesado por esta clase de emergencia nacional, lleva a la conclusión de que la de Venezuela ha sido una de las más duras. En el cuadro 3 se exponen las cifras.

Cuadro 3

COSTO DE LA CRISIS: PORCIÓN DEL PIB

(En porcentajes)

Chile (1981-83)	20
Argentina (1982)	13
Finlandia (1991-92)	8
Colombia (1985)	6
México (1995)	6
Noruega (1988-92)	5
Suecia (1991-93)	5
Estados Unidos (1988)	2
Venezuela (1994-1995)	13

IX. Conclusiones

- El objeto del Banco Central de Venezuela es de interés nacional. Por eso, al estar obligado a velar por la estabilidad financiera y la viabilidad del sistema de pagos, estaba autorizado asimismo, a otorgar anticipos financieros a Fogade, institución que también cumple objetivos de interés nacional, para que ésta, a su vez, mediante condiciones impuestas a los banqueros, acordara auxilios financieros destinados a reponer sus ahorros a los venezolanos.
- Cada acción emprendida por las autoridades financieras se apoyó en la legislación vigente en Venezuela para entonces.
- Procurar la estabilidad macroeconómica y político-social del país, y mantener una supervisión estricta sobre la banca, son elementos esenciales para prevenir las crisis.
- Todos los actores del país: público, ahorristas, banqueros y autoridades, aprendieron con la crisis. La supervisión bancaria se fortaleció. Estos hechos constituyen activos para el país que deberán ser útiles cuando se les requiera.

- Determinadas instituciones del Estado deben estar en capacidad de apuntalar al sistema bancario mediante recursos financieros, especialmente para atender emergencias generalizadas. Es la experiencia internacional. De no hacerse, la recesión y/o la inflación de magnitudes impredecibles termina siendo el costo. A su vez, el riesgo moral que esto implica debe acotarse mediante incentivos y castigos a quienes se les confían los ahorros de la comunidad, para que hagan buen uso de ellos.

La política de auxilios financieros, aunque no pudo disipar todas las dudas, expectativas negativas e inquietudes de la población, sí logró mantener el sistema financiero y económico funcionando. Además, la recuperación de la normalidad fue muy expedita en comparación con lo acaecido en otras economías. En 1997, tres años después de la crisis, Venezuela era un país en plenitud económica, con lo que demostraba su capacidad de recuperación en contraste con lo ocurrido en otras crisis bancarias. El Banco Central pudo seguir llevando a cabo su política monetaria y cambiaría a través del conducto normal de las mismas, que es el sistema bancario y, lo más importante, se preservó el funcionamiento habitual del sistema de pagos, que es un bien público esencial, tal como se define en economía, y que, por lo tanto, obliga al Estado a cuidar su buen funcionamiento. Por estas razones, aunque la crisis bancaria de 1994-95 ha sido la más extendida y profunda de Venezuela, hay que pensar que sus costos hubieran sido mucho más altos y sus consecuencias más dolorosas si el Banco Central de Venezuela no hubiera reaccionado con

prontitud y en la medida de sus posibilidades legales y operativas. De no haber enfrentado la emergencia en la forma ortodoxa como lo hace la generalidad de los bancos centrales, se le hubiera podido achacar toda la responsabilidad del caos sobreviniente, al igual que se le podría responsabilizar a las autoridades policiales y militares el permanecer acuartelados ante una evidente situación de desorden civil generalizado, con saqueos y muerte en la población.

Bibliografía

- Caprio, Gerard, Jr., William C. Hunter, George G. Kaufman y Danny Leipziger (eds.), *Preventing bank crisis: lessons from recent global bank failures*, Banco Federal de Reserva de Chicago y Economic Development Institute del Banco Mundial, Banco Mundial, Washington, D. C., 1998.
- Friedman, Milton, *Dólares y déficit*, Emecé Editores, Buenos Aires, 1971.
- Rivero M., Luis E., *Interpretación económica de los auxilios financieros*, Banco Central de Venezuela, Caracas, 1997 (Cuadernos BCV: Serie Técnica, nº 4).
- Temzelides, Ted, "Are bank runs contagious?", *Business Review*, Banco Federal de Reserva de Filadelfia, noviembre de 1997.
- Torres, Eddy, *Actuación del Banco Central de Venezuela durante la crisis financiera de 1994*, Banco Central de Venezuela, Caracas, 2000 (Cuadernos BCV: Serie Técnica, nº 2).

La perspectiva económica en las normas de información financiera*

Jorge Pérez Ramírez

“De entre las invenciones que han estimulado el progreso de la sociedad, la contabilidad es una de las más bellas creaciones del espíritu humano”

J. W. Goethe

I. Introducción

La Circular del Banco de España 4/2004, sobre Normas de Información Financiera Pública y Reservada y Modelos de Estados Financieros de las Entidades de Crédito (en adelante, “la Circular”) ha supuesto un notable esfuerzo de adaptación de las normas de información financiera adoptadas por la Unión Europea, combinando aspectos contables innovadores con el tradicional modelo contable español para las entidades de crédito. El objetivo ha sido modernizar y transformar la información financiera suministrada por las entidades de crédito españolas dentro de un espíritu general de transparencia, adaptando el modelo a las necesidades del entorno económico español dentro de un contexto de globalización, de forma que, reconociendo que hoy en día las cosas puedan cambiar muy rápidamente, se asume que el modelo se adaptará con la mayor agilidad posible, dentro de la legalidad y a la luz de la experiencia y de las necesidades detectadas.

La complejidad y sofisticación que la actividad crediticia está adquiriendo desde los primeros años noventa, ha promovido la creación de ins-

trumentos y estructuras financieras cada vez más complejas y, en algunas ocasiones, más orientadas a su reflejo en los estados financieros de las entidades que a objetivos exclusivamente económicos, lo que, ante la falta de consenso en cuanto a su tratamiento contable, ha promovido una excesiva regulación “*ad hoc*”. A título de ejemplo, las fórmulas de remuneración a los empleados basadas en “*planes de opciones sobre acciones*” han supuesto, en los últimos años, una importante controversia entre quienes consideraban que debían ser reconocidas como un gasto, al entender que deben reconocerse todos los servicios recibidos, y quienes consideraban que dichos planes representan una transacción entre los accionistas y los empleados y que puesto que no suponen ningún desembolso para el emisor no deberían registrarse como un gasto en los libros de éste. Algunas otras áreas en las que también ha habido una importante controversia han sido: las transferencias de activos, los productos estructurados, las transacciones con partes vinculadas, etc., operaciones todas ellas que envuelven tal complejidad que, a falta de unos principios contables claros, pueden ser interpretadas desde puntos de vista diametralmente opuestos y, en consecuencia, con impactos contradictorios desde la óptica de la información financiera preparada con propósitos generales.

Este trabajo tiene por objetivo, presentar los fundamentos económicos que subyacen en las normas de información financiera con carácter de información pública de la Circular, con el propósito de tener una visión global, pero a la vez técnica, de las razones económicas y de información a los mercados que subyacen en las mismas, con objeto de mejorar la asignación de recursos y lograr un funcionamiento más eficiente del sistema financiero y de la economía. El trabajo va dirigido a las entidades de crédito en general, que son las destina-

* Publica el CEMLA, con la debida autorización, el trabajo de J. Pérez Ramírez, Jefe de la Dirección de Regulación Contable, del Banco de España. Una versión idéntica del documento ha sido publicada en la revista del Banco de España *Estabilidad Financiera*, nº 8, mayo de 2005, pp. 11-38. Este trabajo se ha beneficiado de los comentarios recibidos de Enrique Corona, Jimena del Castillo, Anselmo Díaz y Ángel Vilariño, además de los del editor Vicente Salas; por supuesto la responsabilidad es exclusiva del autor.

tarias de la Circular, y en particular a todas las áreas con responsabilidades directas o indirectas en la preparación de la información financiera para uso externo; pero también va dirigido a los usuarios de esa información, protagonistas pasivos de la Circular pero sin duda presentes en el ánimo del regulador, porque conocer el sentido, significado y limitaciones de las comunicaciones hechas por las entidades a través de sus estados financieros, incluyendo el riesgo de una excesiva confianza en ellos, contribuirá a mejorar el diagnóstico que hagan de las entidades al convertir un mosaico de variados datos en informaciones útiles para tomar decisiones económicas y, en consecuencia, reforzando los mecanismos de la disciplina de mercado que constituyen el verdadero núcleo de la economía de libre mercado.

II. Estructura conceptual de la información financiera

La primera novedad que ofrece la Circular es que aporta una estructura conceptual de la información financiera que supone un notable avance respecto de la regulación anterior. Esta estructura resulta imprescindible para alcanzar un sistema coherente de conceptos y objetivos que orienten las transacciones que deben registrarse en los estados financieros, así como la forma de valorarlas y comunicarlas a los usuarios de la información financiera, de forma que estos puedan comprender mejor la información que se les ofrece y tengan una mayor confianza en ella.

La base de esta estructura conceptual no es prescriptiva sino descriptiva, y está formada por una miscelánea de convenciones, reglas y procedimientos que representan el consenso alcanzado dentro de los emisores de normas de información financiera relativo a los elementos que deben ser reconocidos en los estados financieros, cuándo deben ser reconocidos, cómo deben ser valorados, cómo deben ser presentados, así como qué tipo de estados financieros deben ser suministrados.¹

1) Objetivos y limitaciones de la información financiera

La elaboración de información financiera con propósitos generales no es un fin en sí mismo sino

¹ Puede verse: *Framework for the preparation and Presentation of Financial Statements*, aprobado por el International Accounting Standards Committee (IASC), en abril de 1989 y adoptado por el International Accounting Standards Board (IASB), en abril de 2001, y *Objectives of Financial Reporting by Business Enterprises Concepts*, n.ºs 1 a 7, Financial Accounting Standards Board, Stanford, 1980, 1985 y 2000.

que su justificación se encuentra en la relevancia de la información facilitada, por ello, la Circular manifiesta que los estados financieros deben incluir toda la información que “pueda influir en las decisiones económicas tomadas por los usuarios de los estados financieros” [7^a (b)]; esto es, frente al enfoque dominante de la anterior circular, “la protección de los fondos ajenos confiados a las entidades”, el enfoque de la Circular es el suministro de información a usuarios que tengan comprometidos, o vayan a comprometer, recursos en la entidad con la expectativa de recibir como compensación un retorno en el futuro. Este tipo de decisiones son realizadas por inversores, prestamistas, depositantes, empleados, además de personas y entidades que puedan estar interesadas en la generación de flujos de efectivo de la entidad porque sus expectativas respecto de sus inversiones, préstamos, estabilidad en el empleo, etc., dependen de la capacidad y habilidad de aquella para generar tales flujos.

En el análisis de las decisiones económicas influye no sólo la calidad y cantidad de información suministrada sino, también, la capacidad de juicio del usuario para procesar y reaccionar ante esta información. Como la información financiera óptima para un usuario puede que no lo sea para otro y debe ser utilizada como una herramienta del proceso de toma de decisiones económicas, como cualquier otra herramienta no podrá ayudar a aquellos que no sepan utilizarla o hagan un uso inadecuado de ella, por ello la Circular advierte que la información que suministren las entidades a través de sus estados financieros deberá ser “clara” asumiendo que usuarios, además de que hacen una lectura apropiada de la información, tienen “un razonable conocimiento de las actividades económicas, la contabilidad y las finanzas empresariales” [7^a (a)].

En todo caso, la información financiera con propósitos generales no tiene como objetivo obtener directamente el valor de la entidad, ni influir o determinar las decisiones que se tomen, por ello la Circular manifiesta que, “la aplicación de las normas contables no irá encaminada a determinar el valor del patrimonio neto a efectos de su transmisión global o parcial ni el importe resultante en caso de liquidación” [9^a (a)], en este último caso, por ejemplo, ante situaciones concursales, puesto que representan una anomalía empresarial, el objetivo de los estados financieros no es facilitar la toma de decisiones económicas, sino saber qué pueden esperar los acreedores, por lo que la delimitación del patrimonio de la entidad se obtiene mediante procedimientos excepcionales.² Pero, tampoco tiene la informa-

² Véanse los artículos 76 a 97 de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal.

ción financiera otras pretensiones particulares, tal como animar o desincentivar la asignación de recursos financieros hacia una determinada entidad o sector, sino que, por el contrario, su función es ofrecer una información imparcial y neutral a sus usuarios.

La preparación de información financiera con propósitos generales, por su carácter de actividad social de servicio, está sujeta a una serie de limitaciones e imperfecciones que, a pesar de que sus resultados aparenten exactitud para los menos expertos, más bien son el producto de una serie de convenciones que en ningún caso suponen una respuesta irrefutable respecto a cómo y cuándo registrar una transacción económica, o sobre cuál es el importe que mejor la valora; y ello, aun cuando, en ocasiones, el término “norma contable” se emplea como “principio contable”, que sugiere una idea de universalidad y grado de permanencia que no puede existir en una actividad social como es la contabilidad, si no que, por el contrario, los conceptos y criterios contables son en su mayor parte asunciones e hipótesis que no han sido sometidas a ninguna demostración o prueba empírica concluyente.

Conocer esas asunciones y limitaciones es importante para los usuarios, especialmente a la hora de valorar la información suministrada desde los estados financieros; por ejemplo, la hipótesis de “empresa en funcionamiento” mencionada por la Circular [10ª (a)] es básicamente una conveniencia, puesto que nadie puede, con absoluta confianza, predecir cuál será el curso futuro de los acontecimientos en que pudiera verse envuelta la entidad, sin embargo, la experiencia demuestra que la liquidación de la entidad no es la expectativa más normal, aún cuando, en ocasiones, otras esferas de regulación distintas a la contable parecen ignorar esta hipótesis y pretenden obtener de los datos contables el importe inmediato y exacto del valor del patrimonio de una entidad o del deterioro sufrido por un determinado derecho; consecuentemente con ello, un argumento inmediato bajo esta hipótesis sería que, el resultado de una entidad no se puede conocer hasta el final de su vida, sin embargo, como las decisiones de los usuarios de la información no pueden esperar hasta ese momento, se necesita otra convención más: establecer un plazo que periódicamente valore cual son los progresos conseguidos por la entidad, es decir, el período contable o ejercicio económico que la Circular, de acuerdo con la práctica más aceptada en las entidades financieras, ha fijado en el año natural (6ª 9).

Otra importante cuestión es en qué momento de las actividades de una entidad es adecuado reconocer los ingresos y los costes como obtenidos e incu-

rridos, respectivamente. En general, se asume que, el registro de los efectos de las transacciones económicas debe realizarse sobre una base que permita comparar los ingresos logrados con los costes en que se ha incurrido para alcanzarlos, denominado en la Circular “*criterio de correlación de ingresos y gastos*” [11ª (c)], e íntimamente relacionado con la otra gran hipótesis fundamental que es el criterio de “*devengo*” o “*acumulación*” [10ª (b)], según el cual los ingresos y gastos cuando son reconocidos como un flujo expresan más adecuadamente el rendimiento que está alcanzando la entidad frente al método que supone reconocerlos sobre la base de los cobros y pagos realizados, en ocasiones denominado “*criterio de caja*”. Como un devengo inadecuado puede dar lugar a un reconocimiento anticipado o retrasado de resultados, con el fin de reducir al mínimo esa posibilidad, las normas de información financiera suelen adoptar criterios estrictos con respecto al reconocimiento de ingresos; así, de acuerdo con la Circular, sólo se pueden registrar ingresos cuando, salvo excepciones, se cumplan entre otros los siguientes criterios (17ª):

- Su importe pueda estimarse con fiabilidad.
- Si la entrada de flujos de efectivo se difiere en el tiempo, se reconozca el valor temporal del dinero.
- Sea probable que la entidad reciba los flujos de efectivo asociados con la transacción.
- En el supuesto de ventas de activos, los riesgos asociados con el activo se hayan transferido sustancialmente al comprador.
- Los intereses deben reconocerse utilizando el método del tipo de interés efectivo.
- Cuando se intercambien activos de naturaleza y valor similar, no se reconocerán beneficios.

2) Información a suministrar y sus características

Obviamente, la información financiera no puede proporcionar toda la información necesaria para aquellas personas que tienen que tomar decisiones económicas respecto de una determinada entidad, sino que debe combinarse con informaciones de otro tipo, tales como el clima económico en general y las perspectivas del sector en que la entidad se encuentra enmarcada, el financiero para el caso de las entidades de crédito.

Las personas que necesitan tomar decisiones económicas valoran el éxito de éstas comparando

no sólo la rentabilidad obtenida sino, también, que ésta sea acorde con el riesgo asumido o por asumir, por ello, necesitan información que les ayude a formarse juicios racionales acerca de los posibles flujos de efectivo futuros y a valorar los riesgos de estos flujos, incluida la incertidumbre del momento de percepción, de entidades en las que han invertido, o a las que han prestado, recursos financieros. En este sentido, el tipo de información que satisface estas necesidades, y que el sistema de información interno de una entidad puede suministrar mejor, es todo aquello que se refiera a los recursos de que dispone la entidad, y los compromisos sobre estos, así como los efectos que las transacciones y eventos que han ocurrido, o que pudieran ocurrir, tendrían sobre esos recursos y compromisos, es decir, de un lado información acerca de los activos, pasivos y el patrimonio de la entidad y, de otro lado, información acerca de los rendimientos obtenidos y de la liquidez y solvencia, junto con las explicaciones e interpretaciones que los administradores de la entidad tienen sobre ello.

a) Características de la información

La Circular aporta una serie de características que debe reunir la información financiera suministrada para hacerla provechosa; se trata de cualidades que debe tener la información para que sea útil al objetivo de facilitar la toma de decisiones económicas racionales, y son: *relevancia, fiabilidad y comparabilidad* (7^a).

Relevancia de la información

La relevancia de la información es entendida en la Circular en el sentido de que pueda influir en las decisiones económicas, es decir, que tenga capacidad para confirmar o modificar las expectativas de quienes toman decisiones económicas. Sin embargo, esta capacidad predictiva no debe ser entendida como que la información suministrada constituya una predicción en sí misma, sino como ayuda a los usuarios a tomar más correctamente sus decisiones porque esa información reduce la incertidumbre asociada a cualquier decisión.

Asociado con la relevancia se encuentra el concepto de "*materialidad*" que en la Circular se define como la "*omisión o inexactitud*" que hace posible que el criterio de un usuario racional pueda verse modificado como consecuencia de tal omisión o inexactitud [7^a (b)]; sin embargo, conviene distinguir relevancia de materialidad. Por ejemplo, la decisión de no revelar determinada información puede sustentarse en que los usuarios no necesitan es-

te tipo de información para tomar sus decisiones, es decir que la información no es relevante (por ejemplo, el hecho de modificar el color corporativo), o porque su importe es muy pequeño para tomarlo en consideración, es decir que no es material (por ejemplo, considerar los activos de bajo coste, tal como el material fungible de oficina, como un gasto en el momento de la compra).

Así mismo, es necesario distinguir la materialidad en la preparación de estados financieros del mismo concepto en auditoría de estados financieros, concepto que, en este último caso, está relacionado con el nivel de alcance fijado por el auditor al realizar pruebas sustantivas. El problema radica en que pueda utilizarse la materialidad como criterio para evitar dar informaciones que los administradores no desean suministrar, o para justificar un deficiente grado de precisión en las estimaciones realizadas; en cualquier caso, la idea de materialidad de la información no puede ser reducida a cuál es el importe de la inexactitud o al uso de fórmulas numéricas fijas, tal como un porcentaje de la cifra de activos de la entidad, como mecanismo sustitutivo del imprescindible análisis de todos los factores relevantes, cuantitativos y cualitativos, incluidos los efectos agregados o compensatorios que pudieran generarse, que permitan juzgar correctamente lo que se pretende omitir, tal como la naturaleza del elemento afectado, las circunstancias por las que se toma esta decisión, el impacto en la tendencia, las potenciales consecuencias legales, etc.

Fiabilidad de la información

La fiabilidad de la información financiera suministrada es la cualidad que debe tener esta información, como instrumento de medición, para ser considerada un indicador económico adecuado de los recursos y compromisos de la entidad, de la misma manera que un barómetro lo es respecto de la previsión del tiempo; puesto que la información financiera es una forma simplificada y estática de representar los recursos y compromisos de una entidad – como cualquier modelo respecto de un ser vivo– es necesario aceptar un cierto grado de distorsión respecto de la realidad. La cuestión central es qué nivel de distorsión puede ser considerado como aceptable en los estados financieros públicos de una entidad para que puedan ser utilizados con confianza por los usuarios de tales estados, o utilizando el símil de la previsión meteorológica, qué grado de imprecisión es aceptable en un barómetro para poder utilizarlo en las decisiones que estén relacionadas con la lluvia o el buen tiempo.

La fiabilidad de la información suministrada es sinónimo de confianza en la misma por lo que, pa-

ra la Circular “*la información será completa y objetiva*” [7^a (c) 1] es decir, que dentro del límite de la materialidad antes señalado, nada sustancial que pudiera ser necesario para describir y reflejar adecuadamente lo que se pretenda informar se ha dejado fuera de la información facilitada, así como que pueda demostrarse que habría consenso, en cuanto al valor presentado, entre distintos valoradores independientes que utilizaran el mismo método de valoración, sin que ello prejuzgue lo adecuado del método; en todo caso, la fiabilidad no implica certidumbre o precisión sino que, en ocasiones, puede ser entendida como una cualidad gradual, así, la Circular prevé que un rango de estimación puede ser, en determinadas circunstancias, más fiable que una cifra única, por ejemplo, en la estimación del valor razonable de instrumentos de capital no cotizados (22^a 9).

Relacionado con la fiabilidad de la información, la Circular establece el criterio de reconocer y tratar las transacciones sobre la base de su fondo económico cuando este difiera de su forma legal. Se trata de un criterio que tiene mayor trascendencia en determinadas transacciones en las que es necesario analizar si, como consecuencia de ellas, han surgido nuevos activos y pasivos en la entidad o si se han modificado los activos y pasivos previamente reconocidos.

Por último, puesto que la esencia de la economía es la previsión, o lo que es igual, economizar es no dejar nada al azar sino pensar en el futuro, realizar las estimaciones con moderación debe ser uno de los rasgos fundamentales de la buena gestión de una entidad; por consiguiente, la fiabilidad de la información suministrada a través de los estados financieros debe ser enmarcada dentro del riesgo que rodea al mundo de los negocios y la actividad económica en general, para lo cual la Circular requiere que la incertidumbre sea reconocida al elaborar la información financiera siendo “*prudente en las estimaciones y valoraciones a efectuar*” [7^a (c) 3]. Esta idea de la prudencia, es una sensata reacción para intentar asegurar que todos los riesgos inherentes al negocio son considerados adecuadamente; por ello, si dos estimaciones respecto a un importe a recibir en el futuro son igual de probables debe tomarse la estimación menos optimista, lo cual no significa que si no son igual de probables deba utilizarse el importe más pesimista en lugar del más probable; en todo caso, no será necesario emplear la prudencia cuando no exista incertidumbre.

Comparabilidad de la información

La comparabilidad es otra cualidad que la Cir-

cular requiere que se considere al preparar la información financiera, y debe contemplarse como la cualidad que debe existir entre dos cifras contables de los estados financieros de una entidad, tanto en el tiempo como ante fenómenos económicos iguales, más que entre las cifras en sí mismas desde la óptica de relevancia y fiabilidad; por ello, la Circular dispone que “*adoptado un criterio contable se mantendrá en el tiempo y se aplicará a todos los elementos que tengan las mismas características*” [7^a (d)]; esta cualidad es asimismo útil para los usuarios al comparar entidades sin que deba ser confundida con una necesidad de absoluta uniformidad de criterios entre ellas. Sin embargo, además de los cambios que pudieran producirse por futuras regulaciones, es posible modificar voluntariamente un criterio contable previamente adoptado por la entidad cuando, a juicio de los administradores, el nuevo criterio refleje más adecuadamente la imagen fiel de la entidad (8^a 6), en ese caso, el coste que tiene esta decisión para la entidad es que debe revelar en la memoria el impacto patrimonial de este cambio (60^a 1), así como corregir retroactivamente los estados financieros de ejercicios anteriores para los que se presente información comparativa (8^a 8), de tal manera que los usuarios de la información puedan valorar el impacto del cambio sin perjudicar a la comparabilidad.

3) Elementos de la información financiera

La información financiera se construye con conjuntos de información representados en expresiones y cifras que representan los recursos de la entidad y los compromisos sobre esos recursos, así como los efectos que las transacciones y otros eventos y circunstancias tienen sobre tales recursos y compromisos. En la Circular dicha información se recoge en las cuentas anuales de las entidades de crédito (6^a 1): el balance, la cuenta de pérdidas y ganancias, el estado de cambios en el patrimonio neto, el estado de flujos de efectivo y la memoria; además, se definen los cinco elementos de los estados financieros (9^a): activos, pasivos, patrimonio neto, ingresos y gastos.

a) Cuentas anuales de las entidades de crédito

Las cuentas anuales, salvo las notas de la memoria, así como los estados financieros que no se refieran a un ejercicio completo, se deben preparar en formatos y partidas predeterminados en los anejos de la Circular [51^a (a) 58^a].

En el balance, los instrumentos financieros se presentan clasificados en cuatro carteras y dentro de cada cartera por clase de instrumentos, el resto

de elementos se presentan clasificados según su naturaleza; por su parte el patrimonio neto se presenta desglosado en tres categorías: los fondos propios, los ajustes por valoración y los intereses minoritarios, estos últimos únicamente en las cuentas consolidadas.

La cuenta de pérdidas y ganancias, se presenta en el tradicional formato analítico español, agrupando sus elementos según su naturaleza y en algunos casos con desgloses por carteras; los resultados por operaciones interrumpidas se presentan como una línea separada inferior al resultado de la actividad ordinaria.

El estado de cambios en el patrimonio neto, que representa como tal una absoluta novedad en España, recoge todas las variaciones habidas durante el período en el patrimonio de la entidad excluidas, cuando proceda, las motivadas por aportaciones y distribuciones del patrimonio realizadas por sus socios o propietarios; por tanto, el estado recoge todos los ingresos y gastos habidos en el período, tanto los registrados en la cuenta de pérdidas y ganancias como los reconocidos transitoriamente en el patrimonio neto como ajustes por valoración, así como los efectos producidos como consecuencia de cambios en los criterios contables y de errores corregidos retroactivamente.

El estado de flujos de efectivo suministra información acerca de la capacidad que tiene la entidad para generar efectivo o equivalentes a este; existen dos modos de presentar este estado, uno denominado método directo, que muestra los cobros y pagos recibidos por categoría de actividades: explotación, inversión y financiación, y otro denominado método indirecto que pretende conciliar la generación de efectivo con el resultado del período, para lo cual éste es corregido por el efecto de las transacciones de explotación que no han supuesto movimientos de efectivo, así como con los flujos de efectivo clasificados como actividades de inversión y financiación. La Circular, aún cuando admite ambos métodos, solo ofrece un formato predeterminado para el método directo.

Por último, la memoria, cuyo objetivo es “*completar, ampliar y comentar*” la información suministrada en los demás estados. Representa, respecto de la anterior circular, quizás el cambio más profundo, no sólo por lo que significa dentro de la propia Circular (en torno al 20% de la Circular) sino, entre otras cuestiones, por el protagonismo que en la memoria tiene, el revelar las decisiones adoptadas por los administradores respecto de las políticas, criterios y métodos en la medición y gestión de los riesgos financieros, los métodos, modelos y asunciones más significativas utilizadas en la estimación del valor razonable de los elementos

que se tengan que medir o informar bajo este criterio, así como otras cuestiones que van más allá de un mero desglose mecánico de cifras; porque de la memoria se espera que sea el instrumento de lectura imprescindible que permita al usuario formarse un juicio racional respecto de: *i)* como se han construido los importes expresados en los demás estados financieros, y cual es el grado de fiabilidad que les confiere, y *ii)* cuales son los niveles de riesgos de crédito y de mercado y como mide y gestiona estos riesgos la entidad.

b) Elementos de los estados financieros

Los elementos de los estados financieros son de dos tipos: aquéllos que afectan a la posición financiera de la entidad en un momento del tiempo, y aquéllos que representan cambios en esa posición a lo largo de un período de tiempo. Los activos, pasivos y el patrimonio neto son los elementos que representan el nivel o importe de recursos y compromisos de la entidad en un momento del tiempo, el resto de elementos –ingresos y gastos– describen el efecto de las transacciones y otros eventos que afectan al patrimonio de la entidad durante un período del tiempo.

La definición de los elementos de los estados financieros contenidos en la Circular se refiere a una entidad en particular, que puede tener o no personalidad jurídica propia (por ejemplo, una sociedad anónima o un grupo de sociedades); además, un mismo elemento puede ser presentado de manera diferente en los estados individuales y en los estados consolidados, por ejemplo, una entidad dependiente es parte de la misma entidad que su dominante en los estados consolidados y es un activo en los estados individuales de su dominante. Por otra parte, para poder reconocer un elemento en los estados financieros no solo debe cumplir con la definición del elemento (por ejemplo, ser un activo) sino, además, deberá existir probabilidad (es decir, mayor verosimilitud) de que los flujos de efectivo asociados entren o salgan de la entidad y que se puedan valorar con fiabilidad (9ª 6).

Las definiciones de los elementos surgen de aspectos y eventos económicos que son relevantes para los usuarios de la información al tomar decisiones y, por tanto, ello les hace ser adecuados como información financiera con propósitos generales; como las decisiones de los usuarios suponen involucrarse, o continuar involucrados, con los recursos que maneja una entidad, la relevancia de la información acerca de los elementos se deriva de que son trascendentes para valorar tanto esos recursos como los cambios que en ellos se produzcan.

Características de los activos

La Circular define los activos como “recursos controlados económicamente por la entidad, resultantes de sucesos pasados de los que es probable que la entidad obtenga beneficios en el futuro [...], que llegan a la entidad por diferentes vías, tales como al usar el activo en combinación con otros activos, al intercambiar un activo por otro o al cancelar un pasivo con un activo ” (9ª 2 y 5); es decir, para que un elemento pueda ser calificado como activo en el balance necesita tener tres características esenciales: *i)* incorporar unos probables beneficios económicos futuros, solo o en combinación con otros activos; *ii)* que la entidad pueda obtener el control de dichos beneficios; y *iii)* que la transacción que da el control ya haya ocurrido. Por supuesto, los activos pueden tener otras características que ayudan a su identificación, por ejemplo, pueden haber sido adquiridos a cambio de un precio, ser tangibles, etc., sin embargo, esas características no son esenciales porque su ausencia no impide a un determinado elemento ser calificado como activo en el balance, es decir, un activo puede haber sido adquirido sin coste o no ser tangible.

Así mismo, la definición de activo requiere el control por la entidad de los beneficios económicos del activo, es decir, el libre acceso a éstos, el cual puede obtenerse legalmente o no, es decir, “*el derecho de propiedad sobre el activo no es esencial para su reconocimiento en el balance*” (9ª 7), o lo que es lo mismo, el acceso a los beneficios económicos que produce un activo puede adquirirse por distintas vías; así, el derecho de propiedad sobre un inmueble es un activo porque permite obtener parte de sus beneficios económicos, por ejemplo mediante su aportación como garantía real en un préstamo hipotecario, pero también pueden ser obtenidos los beneficios económicos en ausencia de tal derecho, por ejemplo, adquiriendo mediante un arrendamiento la posesión del inmueble.

Por otra parte, en algunas ocasiones, de un mismo elemento pueden surgir activos para más de una entidad; por ejemplo, si dos entidades controlan el derecho sobre diferentes beneficios económicos futuros de un mismo elemento, ambas entidades tendrán un activo, sujeto a que se cumplan todos los demás requisitos. Sin embargo, aunque el elemento sea el mismo los activos financieros serán diferentes si los beneficios económicos futuros son diferentes; por ejemplo, si una entidad arrienda un inmueble de su propiedad a otra entidad bajo un contrato calificado como “arrendamiento financiero” (33ª 3), ambas entidades registrarán un activo sobre la base de su control de los

beneficios económicos relacionados con el inmueble si bien, como los beneficios económicos son diferentes, los activos no serán los mismos, por ello, la entidad arrendadora registrará un préstamo concedido a la entidad arrendataria, en tanto que ésta registrará el inmueble entre sus activos y una financiación recibida de la arrendadora entre sus pasivos.

La esencia de un elemento para poder ser considerado como un activo, es que tenga capacidad para generar beneficios económicos futuros y la evidencia más obvia de estos futuros beneficios es la existencia de un precio de mercado para el elemento, o que habitualmente sea aceptado por los acreedores como medio de recuperar sus créditos. Obviamente las inversiones en valores, los préstamos, etc., que constituyen la esencia del negocio bancario, son elementos cualificados para ser considerados como activos del balance, a menos que se aprecie que son de recuperación remota (29ª 14). En algunos casos, la incertidumbre que rodea a los beneficios económicos futuros complica valorar si un determinado elemento tiene o no la capacidad para proporcionar futuros beneficios económicos a la entidad, en cuyo caso, es más adecuado reconocer estos elementos como un gasto, mejor que como un activo; por ejemplo, las entidades suelen emplear importantes cantidades de dinero en publicidad, formación, investigación, etc., en donde, la incertidumbre está, no en la intención de la entidad de incrementar los beneficios económicos futuros sino, en si ello sucederá o no, es decir si los beneficios futuros están o no presentes y, si lo están, por cuanto importe. La Circular requiere que este tipo de desembolsos sean registrados como un gasto del período en que se incurre (28ª 6) y, para el caso de las inversiones en programas informáticos en su fase de desarrollo y en inmuebles arrendados, para su reconocimiento como activos en el balance, es un requisito previo el que pueda demostrarse que generarán beneficios económicos futuros (28ª 6 y 33ª 18).

Características de los pasivos

En la Circular los pasivos se definen como “obligaciones actuales de la entidad, surgidas como consecuencia de sucesos pasados, para cuya cancelación es probable que se produzca una disminución de recursos que incorporan beneficios económicos” (9ª 3); es decir, para que un elemento pueda ser calificado como pasivo debe tener tres características esenciales: *i)* ser una obligación frente a terceros que suponga transferirles en el futuro beneficios económicos, por ejemplo entregando efectivo o permitiendo el uso de un activo; *ii)* la obligación es de tal naturaleza que la entidad

no será libre de evitar la disminución de recursos; y *iii*) la transacción de donde se deriva la obligación ya haya ocurrido. Como en el caso de los activos, muchos pasivos tienen otras características que ayudan a identificarlos, por ejemplo, se liquidan en efectivo, pero estas características no son esenciales para reconocer un pasivo, es decir, un pasivo puede exigir a la entidad no entregar efectivo sino otro activo, por ejemplo un bono o realizar un determinado servicio.

Por otra parte, aunque la mayor parte de los pasivos se sustentan en obligaciones legales de la entidad, estas no son una condición necesaria para reconocer un pasivo; por ejemplo, cuando se hayan aceptado públicamente responsabilidades comerciales, como la devolución del importe de la compra en caso de insatisfacción del cliente, o cuando existan comportamientos pasados que permiten a terceros crearse expectativas frente a ciertos tipos de responsabilidades de la entidad, ésta deberá registrar un pasivo en su balance (37ª 2).

Para valorar si en un determinado momento un elemento es un pasivo de la entidad se requieren, además, de las características esenciales ya señaladas, dos consideraciones: *i*) si la entidad ha incurrido en la responsabilidad de entregar activos en el futuro; y, *ii*) si todas o parte de las responsabilidades continúan insatisfechas. En consecuencia, en tanto que exista la obligación, legal o no, el pasivo existirá, por lo que no dejará de reconocerse en el balance hasta que la obligación se haya cumplido, cancelado o caducado (24ª 1), o bien hayan desaparecido las circunstancias que motivaron su aparición (37ª 11).

La esencia de los pasivos es la existencia en el presente de entregar en el futuro recursos que incorporan beneficios económicos, por lo que la mejor evidencia de los pasivos son los contratos surgidos en las transacciones, o los acuerdos por los que surjan responsabilidades, la mayoría de los cuales contienen cláusulas que especifican cómo hacer frente a las obligaciones, por ejemplo, fijando los cantidades y plazos de liquidación. Los depósitos, e instrumentos similares, que constituyen la esencia de la financiación bancaria, son pasivos porque son el resultado de un contrato de financiación en el que la entidad de crédito se compromete a devolver la cantidad recibida en un período determinado, normalmente con intereses; por el contrario, la adquisición a plazo de un inmueble y el compromiso de pagarlo a su recepción, no supone ni el reconocimiento de un activo ni el de un pasivo ya que no ha ocurrido el evento o la transacción que permite a la entidad apropiarse del control de los beneficios futuros que incorpora el inmueble (requisito para ser activo) ni existe una

obligación presente de transferir recursos a otra entidad por una transacción que ya ha pasado (requisito para ser un pasivo).

Características del patrimonio neto

El patrimonio neto es definido en la Circular como “*la parte residual de los activos de una entidad una vez deducidos todos sus pasivos*” (9ª 4). La característica esencial del patrimonio neto es la ausencia de obligaciones para la entidad; por supuesto la entidad puede distribuir el resultado, e incluso parte del patrimonio acumulado, entre sus socios o propietarios, pero tal distribución es discrecional, es decir, depende de la propia voluntad de los socios o propietarios una vez consideradas las necesidades financieras de la entidad y las restricciones que puedan imponer las leyes, la regulación específica, o sus propios estatutos.

Aún cuando la línea divisoria entre patrimonio neto y pasivo es conceptualmente clara, la aplicación práctica a instrumentos emitidos por una entidad no lo es tanto, y en situaciones particulares puede ser problemática de resolver, y ello porque, muchas veces, el nombre de un título emitido no describe apropiadamente sus características esenciales, o bien porque el valor emitido tiene simultáneamente características de pasivo y de patrimonio, o de instrumento de capital en la terminología utilizada por la Circular. Por ejemplo, las participaciones preferentes tienen frecuentemente fechas de devengo de rendimientos y pueden ser canceladas en efectivo, por su parte las obligaciones convertibles son en parte pasivo y en parte instrumento de capital. Determinar cuándo este tipo de instrumentos son un pasivo o instrumentos de capital para la entidad que los emite presenta problemas prácticos para cuya valoración y solución la Circular presenta una serie de pautas analíticas; entre otras, precisa que los instrumentos financieros emitidos que supongan obligaciones para la entidad se presentarán como pasivos (21ª 5), y respecto de los instrumentos compuestos – combinación de patrimonio y pasivo– es preceptiva su segregación en los dos componentes desde el momento de su emisión, sin que ésta pueda ser posteriormente revisada (21ª 11).

Ingresos y gastos

Los ingresos y los gastos representan variaciones de beneficios económicos, actuales o esperados, durante el período de tiempo considerado, que suponen un aumento del patrimonio (cuando son ingresos) o su disminución (cuando son gastos) que están relacionados con actividades de la enti-

dad y no con aportaciones o distribuciones de patrimonio por parte de sus socios o propietarios (9^a 8 y 9); es decir, los ingresos y gastos son variaciones en el patrimonio debidas a actividades, por ejemplo, en el caso de las entidades de crédito, las derivadas de la concesión de préstamos, de la captación de recursos financieros, de la prestación de servicios financieros, etc.; por su parte, las ganancias y pérdidas son gastos e ingresos consecuencia de actividades accesorias, marginales o excepcionales de la entidad que presenta los estados financieros, que “*surgen de actividades no ordinarias*” (9^a 10), tal como la venta de activos procedentes de créditos impagados.

La distinción entre ingresos y ganancias, o entre gastos y pérdidas, no es muy nítida y, esencialmente, depende de la naturaleza y alcance de los negocios y operaciones que realice la entidad; algunos elementos que son ingresos en una entidad pueden ser ganancias en otra y los gastos de una entidad pueden ser las pérdidas de otras. En general, podemos contemplar las ganancias y pérdidas como resultados económicos procedentes del esfuerzo que realiza la entidad en las transacciones que no constituyen su negocio básico, así la inversión en valores es una fuente de ingresos o gastos de las entidades financieras mientras que es una fuente de ganancias o pérdidas en una entidad industrial.

III. Fondo económico y forma jurídica

La fiabilidad de la información suministrada depende, además de lo ya examinado en apartados anteriores, de lo adecuado de su presentación en los estados financieros. En el mundo de los negocios no es infrecuente obtener los mismos efectos económicos procediendo de maneras diversas o, lo que es lo mismo, realizar unas transacciones para alcanzar los efectos económicos de otras diferentes, en muchas ocasiones por motivaciones basadas en un tratamiento fiscal o regulatorio más ventajoso. Por ello y con el fin de que la información no pierda fiabilidad, es esencial que las transacciones se reflejen sobre la base de su esencia económica cuando ésta no coincida con la fórmula contractual empleada.

1) *Fórmula contractual y contenido económico de las transacciones*

La posibilidad de discordancia entre la forma jurídica y la esencia económica en el mundo de los negocios, aparece ya recogida en nuestro ordenamiento jurídico en los ámbitos civil y tributario. La

discordancia contractual existe cuando bajo la apariencia de un negocio jurídico se oculta otro propósito, es decir, cuando se realiza aparentemente un negocio y en realidad se está llevando a cabo otro distinto. En este sentido, nuestro Código Civil manifiesta que “*Si las palabras parecieran contrarias a la intención evidente de los contratantes, prevalecerá esta sobre aquellas*”; es decir, que la discordancia tiene por efecto la nulidad del negocio aparente y la eficacia del negocio oculto.³ También en el ámbito fiscal aparece la misma idea puesto que, las obligaciones tributarias se exigen con independencia de “*la forma o denominación que los interesados le hubieran dado*” y que los hechos imponibles gravables “*en los actos o negocios en los que exista simulación, serán los efectivamente realizados por las partes*”.⁴

En el ámbito de la información financiera, la regulación europea recoge por primera vez esta idea en la actualización del año 2003 de la *Cuarta Directiva* al señalar que, “*Los Estados miembros podrán permitir o exigir que la presentación de los importes correspondientes a las partidas de la cuenta de pérdidas y ganancias y del balance guarden relación con el contenido de la transacción o acuerdo indicados*”.⁵ No obstante, en la regulación contable española, determinadas transacciones ya eran tratadas atendiendo a su naturaleza económica con preferencia al derecho de propiedad; así, tanto en el Plan General de Contabilidad de 1990 como en la Circular 4/1991 del Banco de España, el arrendamiento financiero fue objeto de una regulación especial en consonancia con la calificación legal dada a los arrendamientos que incluyeran, a su término, una opción de compra en favor del arrendatario,⁶ de manera que, ante esta operación, el propietario legal del bien arrendado debe reflejar un crédito concedido al arrendatario en tanto este último refleja un activo inmaterial.

En la Circular, la posibilidad de discordancia entre el fondo económico y la forma legal de las transacciones aparece cuando, dentro del respeto a la libertad contractual proclamado por nuestro Código Civil y con los límites a que hace referen-

³ Artículo 1281 del Código Civil. Cuando se trata de una simulación relativa la validez jurídica del negocio disimulado debe fundamentarse en su licitud (Art. 1276 del CC).

⁴ Artículos 13 y 16 de la Ley 58/2003, de 17 de diciembre, Ley General Tributaria.

⁵ Artículo 4.6 de la Directiva 78/660/CEE según redacción dada en la Directiva 2003/51/CE, de 18 de junio. Por la que se modifican las Directivas 78/CEE, 83/349/CEE y 91/674/CEE del Consejo sobre cuentas anuales y consolidadas de determinadas formas de sociedades, bancos y otras entidades financieras y empresas de seguros.

⁶ Incorporado en la Disposición Adicional Séptima de la Ley 26/1988, de 29 de julio, de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito.

cia,⁷ se reconoce que el proceso de reconocimiento de activos y pasivos en el balance se sustenta no tanto en el derecho de propiedad sino en si el elemento “*cumple o no con la definición de activo o de pasivo*” cuya conclusión “*se realizará de acuerdo con su fondo económico [del elemento] cuando este no coincida con su forma legal*” (9^a 7).

La aplicación de este criterio al preparar la información financiera significa que pueden reconocerse en el balance activos sobre los que no existe título de propiedad, como es el caso de los arrendamientos tomados que se califiquen como financieros, el fondo de comercio o las listas de clientes adquiridas (28^a y 33^a); o no reconocer en el balance activos a pesar de tener el título de propiedad sobre ellos, tal como los activos adjudicados sin valor económico, los activos materiales retirados de uso o los préstamos calificados como de recuperación remota (26^a 20, 29^a 14 y 34^a 23).

Por su parte, la preeminencia del fondo económico sobre la forma contractual también alcanza a los pasivos; así, los activos y pasivos financieros sujetos a contratos de compensación contractual podrán presentarse por su importe neto cuando se tenga, además del derecho legal de compensación, la intención de ejecutarlo (16^a 1), o los socios externos de un grupo ser presentados como pasivo del balance consolidado cuando el grupo haya garantizado sus inversiones (47^a 9).

Por último, el patrimonio neto también es un elemento de los estados financieros afectado por este criterio; así, como se examinó en apartados anteriores, los instrumentos financieros se calificarán por parte de la entidad emisora, como pasivos o como instrumentos de capital, en atención a la existencia o no de obligaciones contractuales de entregar activos financieros al inversor en esos instrumentos; por ejemplo, un título que prevea una remuneración obligatoria para el tenedor siempre que existan beneficios será un pasivo para la entidad emisora, con independencia de la denominación legal del título.

Además de las operaciones, activos y pasivos que la propia Circular explícitamente identifica, para apreciar el fondo económico en las transacciones casi siempre será necesario acudir a análisis, pruebas o a presunciones antes de alcanzar la conclusión; por lo general, las transacciones que requerirán un mayor cuidado en el análisis serán

aquellas que: *i)* haya una discrepancia entre el título de propiedad de un lado y los beneficios económicos y riesgos asociados al activo de otro; *ii)* están relacionadas con otras transacciones de tal manera que los efectos económicos sólo pueden ser comprendidos considerando conjuntamente todas las transacciones como si fuesen una sola operación; *iii)* incluyen opciones, o condiciones, en los contratos que hagan suponer que, con una alta probabilidad, las opciones serán ejercidas o que se cumplirá la condición prevista; y, *iv)* son transacciones con personas o entidades vinculadas con la entidad.

2) El control de los recursos económicos

En términos de información financiera, puesto que las definiciones de activo y pasivo requieren, respectivamente, el control de recursos económicos o la obligación de transferirlos, el análisis del control y la obligación de transferencia de recursos económicos identificados será determinante para concluir respecto del fondo económico de una determinada transacción. El concepto de control de un elemento, en su sentido económico, está vinculado a la idea de habilidad para obtener un beneficio por su utilización, por lo que para tener el control económico sobre un elemento se requiere tanto la habilidad para utilizar el elemento como para hacerlo en beneficio propio.

En apartados anteriores se ha considerado la idea de control sobre elementos concretos, o lo que es lo mismo “control económico directo”, pero también este control sobre un elemento se puede tener de manera indirecta, por ejemplo mediante el control de otra entidad.

En relación con el “control indirecto”, conviene distinguir entre gestión y control de una entidad; si una entidad gestiona a otra entidad por cuenta de un tercero, la primera entidad no está expuesta a los riesgos y beneficios económicos de los activos de la segunda y, por tanto, no controla económicamente esos activos, porque carece de la habilidad para ello, en consecuencia, la primera entidad no controla a la segunda y su interés en ésta se limita a la comisión de gestión; por el contrario, si una entidad gestiona a otra entidad en su propio beneficio, es decir, que espera beneficiarse de los activos de la entidad gestionada –sin considerar la remuneración en concepto de gestor– entonces la segunda entidad está económicamente controlada por la primera porque tiene la habilidad de utilizar los activos de aquella en beneficio propio.

En la Circular, esta idea de control económico de otra entidad se concreta en la nomenclatura “*unidad de decisión*” (3^a 3) concepto tomado del

⁷ El principio de autonomía de la voluntad lo proclama el artículo 1255 del Código Civil, pero no es un principio absoluto sino que el propio artículo enuncia límites extrínsecos –que el contrato no sea contrario a las leyes, la moral ni al orden público– que deberán respetarse además de los límites intrínsecos –que no haya abuso de derecho– y conceptuales –que no se desnaturalicen los conceptos jurídicos–.

Código de Comercio,⁸ por el que, los activos de una entidad se presume que están controlados por otra entidad, cuando existen determinadas evidencias vinculadas con: los derechos legales, el poder de voto y de veto en los órganos de gobierno o de gestión de la entidad controlada, etc.; no obstante, para determinar si una entidad controla a otra, es la relación real entre las entidades lo que debe analizarse más que, exclusivamente, el teórico nivel de control o influencia de una sobre la otra. Por otra parte, en el caso de las entidades creadas para alcanzar objetivos concretos y definidos de antemano, en ocasiones denominadas “*entidades de propósito especial*” o simplemente “*vehículos*”, tal como las constituidas para realizar titulaciones de activos financieros, la Circular precisa que “*si del análisis de los elementos determinantes de la existencia de control no se puede alcanzar una conclusión clara e indubitable*” la entidad se considerará controlada (es decir, dependiente) y por tanto sus activos, pasivos, gastos e ingresos formarán parte de los estados consolidados de la controladora (es decir, dominante) (46^a 5).

En relación con la consolidación de estados financieros, esto es, la presentación de las entidades dependientes y su dominante como una única entidad económica, es preciso señalar que, estrictamente, no es un criterio contable sino más bien una aplicación del fondo económico sobre la forma jurídica al considerarse que, los estados consolidados son más significativos que los estados de la dominante y las dependientes presentados por separado. En todo caso, es preciso destacar que los estados consolidados también ofrecen limitaciones y en ocasiones pueden llegar a oscurecer tanto como a aclarar. Por ejemplo, es posible consolidar entidades bien saneadas con otras en situación financiera relativamente mala, además, los pasivos que aparecen en los balances consolidados no están protegidos por el conjunto de los activos del balance consolidado sino que cada acreedor, en caso de incumplimientos, actúa sólo contra los activos de la entidad concreta que ha incumplido. En la Circular, los balances consolidados sufrirán un notable incremento respecto de la regulación anterior, al tener que integrarse globalmente todas las entidades dependientes con independencia de las actividades realizadas (47^a 1), aún cuando, al integrarse en los estados consolidados entidades con actividades dispares (por ejemplo, banca, seguros, promoción inmobiliaria, etc.), también supondrá un

⁸ Artículos 42. 1 y 47.3 del Código de Comercio, según redacción dada por la Ley 62/2003, de 30 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y de orden social. La idea de unidad de decisión aparece ya recogida en el artículo 4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

aumento de la complejidad analítica al quedar distorsionados muchos ratios y relaciones patrimoniales.

La concentración de entidades mediante fusiones o mediante compras de negocios o paquetes accionariales de control, denominadas en la Circular “*Combinaciones de negocios*” (43^a), ha sido abordada de forma consistente con los organismos internacionales emisores de normas de información financiera con propósitos generales, con el fin de dar una adecuada respuesta a la cada vez más compleja organización de las entidades. El tratamiento contable dado en la Circular a estas operaciones es el mismo con independencia de la forma jurídica, esto es, todas las combinaciones de negocios (por ejemplo, compra de los instrumentos de capital, fusión, adquisición de parte de un negocio, etc.) se deben registrar como la compra de cualquier otro activo, es decir, la entidad adquirente debe reconocer todos los activos y pasivos adquiridos por su valor razonable y el exceso del precio de compra (es decir, el coste de la combinación de negocios) sobre tales valores reconocerlo en el activo como un “*fondo de comercio*” (43^a 5).

3) El Fondo de Comercio

El fondo de comercio, en ocasiones también denominado “*crédito mercantil*” o “*plusvalía comprada*”, sobre el que obviamente no existe ningún título de propiedad, representa “*el pago anticipado de los beneficios económicos futuros derivados de activos de la entidad adquirida que no sean individual y separadamente identificables y reconocibles*” (28^a 7), es decir, se trata de flujos de efectivo adelantados por el comprador al vendedor sustentados en una posición de mercado de la entidad adquirida superior a la que se desprende de la suma algebraica del valor razonable de sus activos y pasivos, o, dicho de otra forma, la estimación que el comprador hace de la rentabilidad de la entidad adquirida que se aparta de la media, sustentada, al menos en teoría, en un conjunto de circunstancias intangibles variadas que incluyen la eficiencia, situaciones de monopolio, la clientela, el equipo humano e incluso la propia suerte. El corolario de todo ello es que, dada la propia naturaleza del fondo de comercio, para que su estimación sea fiable y por tanto se pueda reconocer en los estados financieros como un activo es imprescindible la existencia de una transacción de mercado, es decir, el fondo de comercio generado internamente, o que no sea la consecuencia de la unión de entidades previamente independientes, no puede reconocerse como un activo, por ello, la Circular exige que para poder reconocer el fondo de comercio debe haber sido “*adquirido a título oneroso en una combinación de negocios*” (28^a 7).

El problema más relevante del tratamiento del fondo de comercio como un activo es la medición, primero de su existencia en el momento de la compra y, posteriormente, de su permanencia o deterioro, porque si no pierde valor no será necesario reconocer ninguna pérdida. Sin embargo, sean cual fuesen las ventajas de mercado que el fondo de comercio represente, estas no permanecen inalteradas con el paso del tiempo por lo que, a menos que la entidad compradora haya alimentado su mantenimiento, en condiciones normales el paso del tiempo lo deteriorará. En este sentido, la Circular no requiere la amortización sistemática del fondo de comercio en la medida en que la superior posición de mercado se mantenga (28ª 7), es decir, que los flujos de efectivo anticipados en la compra no hayan desaparecido. Pero, puesto que el fondo de comercio no puede suponerse ni permanente ni indestructible, la Circular advierte que, en todos los casos, se analice anualmente para comprobar su efectividad, para lo cuál, esos beneficios anticipados deben asignarse a unidades económicas concretas a las que de una manera racional puedan imputarse, denominadas en la Circular “*unidades generadoras de efectivo*” (30ª 6) y en el supuesto de deterioro debe sanearse sin posibilidad de reversión en el futuro [30ª 2 (b), 6 y 14].

La evaluación del importe por el que se reconoce inicialmente el fondo de comercio y el examen anual de su deterioro requieren un cuidadoso análisis e identificación de cuál es la posición superior de mercado que la entidad compradora paga a la vendedora y, posteriormente, si esta posición sigue existiendo en el momento de analizar su deterioro. Esto es así porque, la estimación del importe del fondo de comercio exclusivamente como una diferencia mecánica, puede significar que se reconozcan como un activo tanto valores firmes de la entidad adquirida, como por ejemplo una imagen de marca creada durante años, como también pérdidas de la entidad compradora realizadas en el momento de la adquisición representativas de pagos excesivos debidos a expectativas poco realistas, cuando no a excesos de entusiasmo, sobre todo si la adquisición está relacionada con el deseo de ganar tamaño y no rentabilidad, o en períodos de elevados precios en los mercados.

4) *Transferencia de activos financieros previamente reconocidos*

Respecto de las transacciones relacionadas con activos financieros previamente reconocidos como activos de la entidad cedente, tal como la titulación de préstamos, la Circular requiere que la baja de los activos del balance de la entidad cedente se

produzca, cuando ésta haya “*transferido sustancialmente*” todos los beneficios y riesgos de los activos cedidos al cesionario o, no habiendo el cedente “*retenido sustancialmente*” los beneficios y riesgos, el cesionario tenga la capacidad de disponer sin restricciones de los activos cedidos [23ª 7 (a) y (c), (i)]. Ello supone que, la baja de activos financieros cedidos solo será apropiada cuando el cedente no tenga beneficios significativos ni riesgos significativos relacionados con el activo transferido. En este contexto, las expresiones “*sustancial*” y “*significativo*” deben ser juzgadas respecto de los beneficios económicos y riesgos que es probable que en la práctica ocurran en relación con los activos cedidos, y no en relación con el total de los beneficios económicos y riesgos posibles, por ello, será necesario analizar cuidadosamente cada una de las cláusulas de los contratos de cesión para alcanzar una conclusión respecto del reflejo de cada operación de transferencia de activos en los estados financieros.

IV. Valor razonable

1) *Antecedentes*

El abandono en agosto de 1971 del sistema de tipos de cambio fijo acordado en Bretton Woods en 1944, junto con el cambio del tipo de interés por la oferta monetaria como variable de control por parte de las autoridades monetarias a finales de los años setenta, generó un aumento de la volatilidad en los tipos de cambio y de interés que quedó reflejado en un incremento de la incertidumbre en el valor de los activos financieros en general y, como consecuencia, del riesgo de las entidades de crédito en particular debido al peso de estos activos en sus balances. Ante ello, la reacción de la comunidad financiera se concretó en el desarrollo de unos instrumentos, genéricamente denominados “*derivados*”, cuya formulación teórica estaba en buena medida ya desarrollada, que ofrecían la posibilidad de reducir el riesgo pero que también podían ser utilizados como una nueva fuente de negocio complementario del tradicional de las entidades de crédito.

Posteriormente, a partir de la segunda parte de los años ochenta, la utilización masiva de este tipo de contratos por las grandes y medianas corporaciones financieras y no financieras, junto con la importancia cada vez más creciente de los mercados de capitales como fuente de inversión y financiación, ha provocado quizás el mayor cambio en las tradicionales prácticas de preparación de estados financieros con fines de utilización externa,

desde la aplicación de los criterios de correlación de ingresos y gastos y de realización del beneficio al inicio de los años treinta.

En efecto, tras la crisis bursátil de 1929, las prácticas contables consideradas como aceptables,⁹ tenían por objetivo determinar cual era el beneficio realizado en el ejercicio y éste se sustentaba en la diferencia entre los ingresos devengados y los costes incurridos; en ese contexto, las revalorizaciones, es decir, los cambios de valor que no son causa de ninguna transacción, no eran consideradas como una ganancia realizada porque no suponen un aumento de liquidez con que hacer frente a las obligaciones; la clave de todo el proceso contable estaba en determinar el momento en que la entidad podía considerar la ganancia como realizada, esto es, el momento en que se consideraba que el ingreso o el coste se había transformado en mayor o menor liquidez para la entidad (por ejemplo, en dinero efectivo o en otro activo financiero); de acuerdo con las prácticas contables aceptadas a partir de aquellos años, las ganancias debían reconocerse exclusivamente cuando se hubiese completado todo el ciclo productivo (es decir, el tradicional proceso, dinero-mercancías-dinero) y ello sólo se producía cuando se podía probar que había habido: *i*) una venta, o un proceso equivalente; y *ii*) un aumento de los activos líquidos.

Esa tradicional medida de realización del beneficio no resultaba adecuada para registrar y valorar los instrumentos financieros más utilizados a partir de la segunda parte de los años ochenta. En unos casos por que no tienen coste al negociarlos, o más correctamente dicho, tienen un coste cero (por ejemplo, un contrato de permuta de intereses) y, por tanto, no pueden ser registrados sobre la base de su coste histórico; y, en otros casos, porque la existencia de mercados más o menos líquidos, así como el desarrollo de metodologías de valoración aceptadas y utilizadas por los participantes en los mercados financieros para fijar su precio, restaba credibilidad a la información basada en el coste histórico que sobre estos instrumentos se facilitaba en los estados financieros.

Ante ello, en los primeros años noventa, los diferentes organismos emisores de normas de informa-

⁹ Hasta la creación de la Securities and Exchange Commission (SEC) en 1934, existían una amplia variedad de criterios contables pero ninguno era "criterio de contabilidad generalmente aceptado" pues no existía una regulación de la profesión sino que, en el caso de las entidades cotizadas, el propio mercado regulaba los distintos procedimientos que se utilizaban al presentar los estados financieros asumiéndose hasta ese momento que, cualquier nueva propuesta contable, era aceptada si se traducía en unos menores costes de financiación para la entidad.

ción financiera, se pronunciaron emitiendo distintas normas que, en un primer momento, trataron de abordar el problema de las entonces denominadas "*operaciones fuera de balance*", para con posterioridad tratar cuestiones como la información acerca del riesgo de crédito y de mercado, el tratamiento de las coberturas financieras sobre estos riesgos, etc.¹⁰ En todos estos organismos hubo un inusual grado de consenso en cuanto al objetivo que se debía alcanzar, esto es, que si se pretendía alcanzar la transparencia informativa para los instrumentos financieros, la única solución contable era el *valor razonable*, pero también hubo y hay un considerable grado de controversia acerca de lo adecuado de adoptar este método de valoración cuya introducción "simplista" podría introducir un considerable grado de subjetividad al estimar el valor razonable de buena parte de los instrumentos financieros, especialmente de aquellos que no tienen mercado activo, y, en consecuencia, resultar unas valoraciones, y por tanto unos estados financieros, poco fiables.

2) *El valor razonable en la Circular*

Consistente con la definición de los organismos internacionales emisores de normas de información financiera con propósitos generales, la Circular define el valor razonable como "*el precio que de manera racional y fundada se obtendría por parte de un vendedor y el más ventajoso que sería posible para un comprador*" [14^a 1 (a)]; esta definición de valor razonable es, en principio, fácil de entender pero puede resultar en algunos casos más difícil de aplicar, particularmente cuando el elemento que se esté valorando requiera tomar en cuenta una variedad de consideraciones que pueden ser difíciles de estimar, como por ejemplo, las primas de riesgo de crédito de instrumentos financieros no cotizados, la liquidez en los activos financieros y materiales, etcétera.

La definición de valor razonable cuando el instrumento se negocia en un "*mercado activo*" es coincidente con su valor de mercado, porque ambos conceptos contienen la idea de que, en esa cifra, los participantes en el mercado alcanzan un consenso respecto a los futuros flujos de efectivo del instrumento así como respecto de su incertidumbre. En este sentido, para la Circular, mercados activos son aquellos en los que concurren las si-

¹⁰ El FASB estuvo trabajando en un proyecto sobre "instrumentos financieros" desde 1986, y en 1990 emitió su primera norma el FAS 105; con posterioridad se han emitido el FAS 107, FAS 119, FAS 133, FAS 140 y FAS 149. Por su parte el IASB emitió en 1991 su primer borrador sobre "instrumentos financieros", hasta el momento las normas emitidas son el IAS 32 y el IAS 39.

guientes circunstancias: *i)* se negocian activos homogéneos; *ii)* prácticamente en todo momento existen suficientes compradores y vendedores dispuestos a negociar; y, *iii)* los precios son públicos (13ª 10).

Cuando los precios del mercado no son observables, o cuando siéndolo la frecuencia de precios, o el volumen negociado, no sea suficiente, la entidad deberá recurrir a estimar el valor razonable utilizando técnicas o modelos de valoración que faciliten una estimación del precio que, en condiciones normales de negocio, la entidad recibiría si vendiera el activo o el importe que necesitaría entregar para adquirir sus pasivos. La Circular exige que, al elegir la técnica de estimación del valor razonable, se sigan las siguientes reglas [14ª 4 (c)]:

- serán las comúnmente utilizadas por los participantes en el mercado para asignar un precio al instrumento;
- serán consistentes con los principios de la teoría financiera y que habitualmente se utilicen, tal como el descuento de flujos de efectivo futuros;
- serán consistentes con técnicas adoptadas para medir instrumentos del tipo que se está valorando, validándose cada vez que los precios obtenidos por transacciones estén disponibles; y,
- maximizarán el uso de datos observables del mercado y limitarán el uso de estimaciones propias tanto como sea posible.

Implícito en la elección del método o técnica de valoración está el ejercicio del juicio por parte de los administradores respecto de los fundamentos y asunciones teóricas de aquellos. Así, la Circular requiere, además de que se disponga de una amplia documentación sobre el método de valoración elegido, que se incluyan, cuando proceda, las razones para su elección frente a otras alternativas posibles [14ª 4 (c), (iii)]; además, una vez elegida la técnica o modelo “*se respetará a lo largo del tiempo en tanto no se hayan alterado los supuestos que motivaron su elección*” [14ª 4 (c), (iii)], es decir, podría cambiarse la técnica de valoración si el cambio resultase en una estimación más fiable del valor razonable, como por ejemplo que se haya desarrollado una técnica de valoración nueva o se haya mejorado una existente, en ese caso, la revisión resultante de un cambio de técnica de valoración utilizada se tratará como un cambio en las estimaciones y se aplicará prospectivamente (19ª 5).

El riesgo de que la técnica o modelo elegido sea incorrecto, en ocasiones denominado “*riesgo del modelo*”, está basado en que las asunciones sean

cuestionables, o que no reflejen adecuadamente el verdadero comportamiento del mercado. Este riesgo está siempre presente, puesto que no hay ningún modelo o técnica que sea un perfecto sustituto de valores evidenciados por transacciones de mercado y es especialmente relevante al estimar el valor razonable de los instrumentos financieros sin mercado activo, tal como los préstamos y los depósitos de las entidades de crédito que, además, tienen una amplia variedad de características distintivas entre ellos, tal como la presencia en los contratos de cláusulas de cancelación anticipada y de convenios especiales (es decir, *covenants*), las diferencias entre las garantías, etc. Por otra parte, introducir independencia en la valoración puede resultar problemático al valorar estos instrumentos, primero porque la mayor parte de ellos no se generan para ser vendidos, pero, sobre todo, porque la información necesaria para ello está en su mayor parte, y casi exclusivamente, en poder de entidad que tiene que realizar la estimación por ser ella la originadora del préstamo o del depósito.

La Circular precisa que “el valor razonable estimado es para una determinada fecha y, puesto que las condiciones de mercado pueden variar con el tiempo, ese valor puede ser inadecuado para otra fecha” [14ª 1 (c)]. Es decir, las asunciones utilizadas al estimar el valor razonable deben basarse en las expectativas del mercado en la fecha de estimación y deben reflejar la información disponible en esa fecha. El valor razonable cambiará al cambiar los factores utilizados en las estimaciones y esos cambios son el proceso normal al que cualquier elemento patrimonial está económicamente sometido, esto es, los cambios en el valor razonable no indican que las expectativas fuesen incorrectas al realizar la estimación sino que estas han cambiado, o dicho de otra forma, el valor razonable de un instrumento financiero en un momento determinado no es un buen estimador de cual será el valor razonable que ese mismo instrumento tendrá en el futuro.

3) *Estimación del valor razonable de los instrumentos financieros*

La Circular no recomienda ningún método de valoración en concreto sino que exige que, como mínimo, los modelos o técnicas de valoración tengan en cuenta una serie de factores, entre ellos [14ª 4 (c), (iv)]:

- *Considerar el valor temporal del dinero.* En el corazón de todas las técnicas de valoración subyace la idea del valor actual, es decir, la estimación del coste de oportunidad de no recibir los flujos

de efectivo en el momento de estimar el valor, o el beneficio de oportunidad de entregar los flujos de efectivo en el futuro. En ambos casos, el coste o beneficio de oportunidad, o lo que es igual, el valor temporal del dinero, se estima a partir del tipo de interés libre de riesgo, es decir el tipo de interés que no está afectado por los riesgos de crédito ni de reinversión; este tipo de interés puede obtenerse a partir de los precios observables de la deuda pública en la moneda del instrumento, o de bonos corporativos de emisores con la mejor calidad crediticia y dotados de alta liquidez.

– *Datos estimados por la entidad.* De entre el conjunto de factores que la Circular considera que deben tomarse en consideración y que deben ser estimados por la entidad merecen ser destacados, el riesgo de crédito, la volatilidad, el riesgo de cancelación anticipada y la liquidez.

i) Riesgo de crédito. “El efecto del riesgo de crédito sobre el valor razonable, es la prima de riesgo sobre el tipo de interés libre de riesgo” [14ª 4 (iv), (2)]. Obviamente, la medición de este riesgo es uno de los *inputs* esenciales de cualquier modelo de valoración, pues la calidad crediticia es la clave de la que depende el valor razonable de buena parte de los instrumentos financieros. Por tanto, la estimación de esta calidad crediticia no puede ser ni obviada ni arbitrariamente calculada, ya que, en esos casos, el valor razonable no reflejaría la estimación de la incertidumbre que los participantes en el mercado considerarían al estimar sus precios. En todo caso, conviene tener presente que el importe de un activo financiero neto de sus provisiones por riesgo de crédito no representa su valor razonable, puesto que la cobertura del riesgo de crédito es la estimación del impacto negativo en los futuros flujos de caja estimados en el inicio (29ª 2), en tanto que el valor razonable considera esta incertidumbre tratando de imitar el comportamiento del mercado en el contexto y con la información existente en la fecha de estimación.

Por tanto, puesto que la prima de riesgo de crédito de muchos instrumentos financieros no es observable directamente, será necesario construir modelos para estimarla. Los principales elementos de cualquier modelo de riesgo de crédito son: *i)* el sistema de calificación crediticia o “*rating*”; *ii)* las probabilidades de incumplimiento; *iii)* las exposiciones en la fecha de incumplimiento; *iv)* la tasa de pérdida dado el incumplimiento; y, *v)* las relaciones de dependen-

cia que existan entre los conceptos anteriores. Cada uno de los elementos citados puede abordarse con metodologías diferentes y suponen un reto de magnitud elevada para conseguir estimaciones adecuadas de los parámetros relevantes. Es cierto que, en el caso del riesgo de crédito, las entidades de crédito pueden tener economías de escala en la medida que el riesgo de crédito está en el centro de sus preocupaciones debido a la próxima puesta en vigor del Nuevo Acuerdo de Capital, popularmente conocido como Basilea II; en todo caso, para que los sistemas de calificación crediticia puedan ser estimados como aptos para obtener las primas por riesgo de crédito necesarias al estimar el valor razonable, deben estar basados en unas sanas y prudentes políticas y prácticas de crédito que reflejen consistentemente los efectos de los cambios en los precios y condiciones de mercado. La necesidad de incorporar estimaciones adecuadas del riesgo de crédito para el cálculo del valor razonable es muy clara en los instrumentos tradicionales de crédito, pero también es necesario tenerlo en cuenta en los instrumentos derivados y en general en todos los casos donde puedan producirse pérdidas debidas a incumplimientos de obligaciones contractuales, de pagos de liquidez o entrega de activos.

Dado el incipiente desarrollo de los modelos internos de riesgo de crédito no existen metodologías generalmente aceptadas por lo que cada solución adoptada para evaluar el riesgo de crédito deberá documentarse adecuadamente, tanto desde el punto de vista de los modelos formales utilizados, como desde la naturaleza y detalle de la información utilizada.

ii) Volatilidad. La volatilidad es un elemento de los modelos de valoración que ayuda a predecir cómo una determinada variable se comportará en el futuro; se trata del parámetro esencial en la obtención del valor razonable de los instrumentos opcionales, además con la particularidad de que frente al resto de parámetros necesarios es el único no observable.¹¹ La estimación de la volatilidad futura, que es la relevante, se puede llevar a cabo con diferentes modelos y técnicas

¹¹ En algunos modelos de valoración de opciones sobre una cartera de subyacentes también es necesario estimar la matriz de correlaciones, por lo tanto existen más parámetros no observables, y se presentan problemas similares a los que analizamos sobre la volatilidad o en el caso de algunos modelos de opciones sobre tipos de interés pueden recurrirse a modelos para el comportamiento estocástico de los tipos de interés que incorporen parámetros desconocidos además de la volatilidad.

de estimación, tales como los que se sustentan en datos históricos o implícitos, por lo que será muy importante para los usuarios de la información financiera que se hagan explícitos los modelos, las técnicas y el conjunto de información utilizada.

Entre los factores que deben considerarse en la estimación de la volatilidad hay que señalar: *i)* cuando se utilicen series de datos históricos se deberían corregir los sucesos extremadamente raros que no se espera que vuelvan razonablemente a producirse, tal como una fusión; *ii)* la volatilidad implícita debe obtenerse a partir de los precios observados en opciones negociadas con el mismo subyacente o con otros instrumentos negociados del mismo emisor y del mismo plazo, tal como obligaciones convertibles; y, *iii)* cuando se utilice la volatilidad histórica como base para estimar la volatilidad futura, los intervalos de observación deberían ser consistentes con los precios observados, por ejemplo para las acciones de una entidad con cotización diaria pueden usarse los precios diarios observados, en tanto que para otra con menor frecuencia de cotización deberían usarse datos correspondientes a su frecuencia.

iii) Cancelación anticipada. Los instrumentos financieros que incorporan una opción de compra o de cancelación anticipada a favor de su emisor, normalmente tienen un tipo de interés superior al de instrumentos similares que no incluyan tales contingencias. El tomador de estos instrumentos está expuesto a un “riesgo de prepago” o de “cancelación anticipada” y, como resultado, a un riesgo de reinversión, es decir, a la incertidumbre respecto de como habrá que reinvertir los fondos y si esta reinversión tendrá un rendimiento adecuado respecto del estimado originalmente. Los factores que pueden, entre otros, afectar a la cancelación anticipada son: *i)* los tipos de interés; *ii)* la política fiscal; *iii)* la proximidad de la fecha de vencimiento del instrumento; y, *iv)* consideraciones demográficas y sociales.

Aun cuando algunos modelos estadísticos estiman el impacto sobre los prepagos motivados por los movimientos en los tipos de interés, no existen modelos aceptados que estimen satisfactoriamente este riesgo, por ello, las entidades deberán estimarlo a partir de su propia experiencia ayudados por los modelos estadísticos.

iv) Liquidez. De acuerdo con la Circular, la liquidez es “el grado de facilidad, real o potencial,

para realizar transacciones” [14^a 4 (c), (iv), (7)], es decir, la liquidez es un indicador de la probabilidad de negociar en un momento del tiempo, y es, normalmente, alta para los activos negociados en un mercado activo. Una definición habitual de activo líquido es que se pueden realizar transacciones de importe elevado sin que los precios sufran variación. Un concepto opuesto es el de mercado con fricciones que expresa la dificultad para que un activo pueda negociarse en términos de la reducción que debe experimentar el precio para que sea posible la venta, o el tiempo necesario para conseguir realizarla dada la necesidad de trocear el importe a vender, para evitar una fuerte variación del precio, con el fin de que el mercado pueda digerir la transacción.

La obtención del valor razonable de un activo tiene que tener en cuenta las condiciones de liquidez, ya que la posibilidad real de negociación de un activo, y por lo tanto el precio al que sería posible realizar la transacción, depende de características de la oferta y la demanda, tales como la frecuencia de contratación, el número y poder de mercado de los oferentes y demandantes y el tamaño de las posiciones negociadas en relación al tamaño del mercado del activo. También existen factores intrínsecos del instrumento financiero como el grado de estandarización, y la existencia, en ocasiones, de particularidades fiscales o la inclusión de componentes opcionales. Las primas cargadas por la falta de liquidez, pueden ser establecidas en la valoración inicial, tomando como referencia el diferencial existente con activos similares pero líquidos. En el caso de los activos reales, las restricciones de liquidez son todavía más relevantes dado que la naturaleza física de estos activos añade elementos de singularidad.

La Circular no requiere que todos los instrumentos financieros se registren en balance por su valor razonable pero sí pretende que los usuarios de los estados financieros dispongan de esta información en todos los casos. Puesto que, en esencia, sobre la base de la forma de gestión, todos los activos financieros se deben clasificar dentro de cuatro carteras [*valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias; vencimiento; inversiones crediticias; disponibles para la venta*] y los pasivos financieros en tres carteras [*valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias; a valor razonable con cambios en patrimonio neto; al coste amortizado*], la aplicación en los estados financieros del valor razonable a los instrumentos financieros se realiza según el tipo de car-

tera, en unos casos ajustando directamente el valor por el que se reconoce inicialmente el instrumento en el balance –por lo general, el precio de la transacción– y, en otros casos, informando en las notas de la memoria de la diferencia entre el valor razonable y el valor en libros del instrumento financiero –por lo general, su coste amortizado– (60ª 17). Así, todos los instrumentos financieros se deben registrar en el balance por su valor razonable salvo los activos financieros incluidos en las carteras de “*inversiones crediticia*” e “*inversión a vencimiento*” y los pasivos financieros incluidos en la cartera “*al coste amortizado*”, que se deben registrar por su “*coste amortizado*”.

La forma de reflejar los cambios del valor razonable en el balance es mediante su reconocimiento directo en la cuenta de pérdidas y ganancias, salvo para el caso de los instrumentos financieros incluidos en la cartera de “*disponibles para la venta*” cuando son activos, o “*a valor razonable con cambios en patrimonio*” cuando son pasivos, y para el de los derivados que formen parte de una cobertura de flujos de efectivo, que se registrarán dentro del patrimonio neto de la entidad como “*ajustes por valoración*” hasta que se produzca su reconocimiento en pérdidas y ganancias por la baja del instrumento financiero del balance, en los dos primeros casos o, por realización de la cobertura, en el caso de las coberturas de flujos de efectivo [22ª 11 (c) y 31ª 15]. En todos los casos, es preciso señalar que, el impacto de los cambios de valor razonable, ya sea en el patrimonio neto o en la cuenta de pérdidas y ganancias, se verá reducido por el efecto impositivo que dichos cambios produzcan en la situación fiscal de la entidad, generándose una variación en sus pasivos fiscales a liquidar por el resultado del ejercicio (*impuesto corriente*) o en ejercicios futuros (*impuesto diferido*).

En el caso de los instrumentos de capital no cotizados, así como los derivados que tengan a éstos como activo subyacente, la Circular advierte que puede que el valor razonable estimado no sea fiable porque su rango de estimación sea amplio y porque no se puedan asignar probabilidades dentro del rango (22ª 9); en ese caso, estos instrumentos se registrarán por su coste, informándose en las notas de las razones para no poder estimar fiablemente el valor razonable de estos instrumentos, el posible mercado para estos instrumentos y las intenciones de la entidad para con ellos (60ª 20), además, para evitar abusos, al utilizar esta regla, en el supuesto de deterioro de estos instrumentos, los importes estimados como deteriorados no se podrán recuperar, salvo en el caso de venta del instrumento (29ª 20).

La elección de un modelo o técnica de valora-

ción apropiada depende de las características sustantivas del instrumento que se va a valorar; por ejemplo, el modelo de Merton-Black-Scholes¹² de valoración de opciones sobre acciones asume que la opción se puede ejercer únicamente a su vencimiento, es decir, que solo es válido para opciones europeas, y que las expectativas de volatilidad, dividendos, y tipos de interés son constantes a lo largo de la vida de la opción; en el caso de la valoración de opciones sobre tipos de interés existen diferentes modelos, con mayor o menor grado de aceptación, como los de Hull y White,¹³ Vasicek,¹⁴ Ho y Lee,¹⁵ Black-Derman-Toy¹⁶ o el de Heath-Jarrow-Morton.¹⁷ Cada uno de ellos parte de hipótesis no coincidentes sobre la estructura temporal de los tipos de interés e incorporan parámetros específicos por lo que los resultados de la valoración son en general diferentes. En todos ellos resulta muy relevante la metodología utilizada para estimar los parámetros y la muestra empleada; por último, el empleo de los modelos de árboles binomiales o trinomiales, en general métodos numéricos o modelos de simulación del tipo Monte Carlo, es frecuente en el caso de los modelos anteriores o cuando se trata de valorar opciones de tipo asiático o cuando se incorporan condiciones que hacen imposible la solución analítica del modelo. En todos los casos citados, las asunciones que incorporan esos modelos deben respetarse para obtener con el mayor rigor la mejor aproximación al valor que surgiría de una transacción realizada en un mercado activo.

4) Instrumentos derivados y coberturas

a) Instrumentos derivados

No existe una definición universalmente acep-

¹² F. Black y M. Scholes, “The Pricing of Options and Corporate Liabilities”, *Journal of Political Economy*, mayo-junio de 1973, pp. 637-59; y R. C. Merton, “Theory of Rational Option Pricing”, *Bell Journal of Economics and Management Science*, 4, primavera de 1973, pp. 141-83.

¹³ J. Hull y A. White, “The Pricing of Options on Interest-Rate Caps and Floors Using the Hull-White Model”, *Journal of Financial Engineering*, vol. 2, septiembre de 1993, pp. 287-96.

¹⁴ O. Vasicek, “An Equilibrium Characterization of the Term Structure”, *Journal of Financial Economics*, vol. 5, 1977, pp. 177-88.

¹⁵ T. S. Ho y S.-B. Lee, “Term Structure Movements and Pricing Interest Rate Contingent Claims”, *Journal of Finance*, 1986, vol. 41, pp. 1011-29.

¹⁶ F. Black, E. Derman y W. Toy, “A One-Factor Model of Interest Rates and Its Application to Treasury Bond Options”, *Financial Analysis Journal*, 1990, pp. 33-39.

¹⁷ D. Heath, R. Jarrow y A. Morton, “Bond Pricing and the Term Structure of Interest Rates: A New Methodology”, *Econometrica*, 1992, pp. 77-105.

tada de “*instrumento derivado*” sino que, en principio, cualquier instrumento cuyo valor se deriva de una variable o instrumento más elemental es un derivado; sin embargo, para la Circular un derivado es un instrumento financiero que sin requerir un desembolso inicial, o siendo éste relativamente pequeño, se liquidará en el futuro a partir del efecto de la variación en el precio de una o más variables observables de mercado, denominadas “*activo subyacente*”, sobre un importe nocional especificado en el contrato (20ª 3). La necesidad de que la inversión inicial deba ser cero o muy pequeña, para cumplir con la definición de derivado, debe entenderse en relación con la inversión requerida en el activo subyacente para producir un resultado equivalente. En este sentido, las permutas de intereses con un pago fijo en el inicio igual al valor actual de todos los pagos fijos sería un derivado, pero no es un derivado una permuta que incluya el desembolso del nocional por una de las partes con una obligación futura de reembolso para la otra parte; por su parte, los riesgos retenidos en las titulaciones de activos financieros tampoco cumplen con la definición de instrumento derivado ya que no satisfacen la condición de que su valor cambie como respuesta a los cambios de variables observables en el mercado.

La mayor parte de los derivados se liquidan por diferencias, es decir, por el efecto neto que producen sobre el importe nocional los cambios de valor del activo subyacente; no obstante, la mayor parte de los derivados compuestos, tal como los *swaptions* (es decir, una opción sobre una permuta financiera de intereses o monedas), se liquidan con otro derivado o con un instrumento financiero no derivado. Existen muchos tipos de instrumentos derivados pero casi todos ellos pueden ser agrupados dentro de tres categorías: *i)* futuros; *ii)* opciones; y *iii)* permutas financieras.

Los instrumentos derivados deben ser presentados en el balance como activos financieros o como pasivos financieros según que su valor razonable suponga respectivamente, un derecho, o una obligación, contractual a intercambiarse con terceros instrumentos financieros en condiciones potencialmente favorables, o desfavorables, en la fecha a que se refieran los estados financieros y, a menos que formen parte de una “*cobertura contable*”, sus cambios de valor se deben registrar como resultados de la cartera de negociación; una excepción a esta regla son los derivados cuyo activo subyacente son los propios instrumentos de capital de la entidad, que deben presentarse dentro del patrimonio neto a menos que se liquiden por un precio, o número de instrumentos, variable (20ª 3 - 5).

Los instrumentos derivados habitualmente se

negocian como contratos normalizados (por ejemplo, los contratos negociados en mercados organizados) o como contratos a la medida (por ejemplo, los contratos *Over The Counter*), pero también un derivado puede estar incorporado en un “*instrumento financiero híbrido*” [20ª 6 (a)], en cuyo caso se denomina “*derivado implícito*” con la peculiaridad de que no puede negociarse de forma aislada; estos instrumentos híbridos surgen, predominantemente, como consecuencia de “*productos estructurados*” y, a menos que deban ser incluidos en la cartera de “*instrumentos financieros a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias*”, deben segregarse el derivado implícito del contrato híbrido, a los efectos de su tratamiento contable (21ª 17). Por último, los “*derivados de crédito*”, es decir, aquellos cuyo activo subyacente es el riesgo de crédito, son reconocidos en la Circular como instrumentos financieros derivados sólo cuando el evento de crédito desencadenante de su ejecución sea un cambio en una variable observable de mercado, tal como el precio de un bono, la calificación crediticia de un emisor realizada por una agencia de calificación o el diferencial sobre el tipo de interés libre de riesgo. En el resto de casos, cuando la entidad actúe como vendedora de protección frente al riesgo de crédito se deben tratar como garantías financieras [25ª 2 (b)], por lo que, la mayor parte de las garantías financieras concedidas por las entidades de crédito, tal como los avales, o los derivados de crédito como los “*credit default swap*” no son tratados en la Circular como instrumentos financieros derivados.

b) Coberturas financieras y coberturas contables

Una de las características de los derivados financieros es que transfieren los riesgos financieros del activo subyacente sin transferir éste y es esta característica la que hace de los derivados un instrumento ideal para la gestión de los riesgos financieros de las entidades; no obstante, existen determinados instrumentos financieros habitualmente utilizados como coberturas económicas, que no caen dentro de la definición de derivado, como por ejemplo, la compra de “*credit default swap*” o los valores segregados de títulos con rendimiento explícito, también conocidos como *strips* de principal e intereses, etc. Una cobertura financiera consiste en tomar una posición en un instrumento (*instrumento de cobertura*), que frecuentemente pero no siempre es un derivado, cuyo efecto es compensar, en todo o en parte, un determinado riesgo financiero (*elemento o partida cubierta*); una cobertura contable significa que, siempre que se cumplan determinadas requisitos (31ª D), las ganancias y pérdidas del instrumento de cobertura se recono-

cen de la misma forma que, respectivamente, las pérdidas y las ganancias del elemento cubierto.

Los riesgos financieros cubiertos que pueden hacer uso del tratamiento de la cobertura contable son: *i) el riesgo de valor razonable*, es decir, la exposición a la variación en el valor razonable; *ii) el riesgo de flujos de efectivo*, es decir, la exposición a la variación en los flujos de efectivo atribuibles a un riesgo específico; *y iii) el riesgo de inversiones en entidades cuyas actividades se realizan en una moneda funcional distinta a la de la entidad*. Según el tipo de riesgo cubierto, la Circular contempla tres tipos de coberturas contables: *i) coberturas de valor razonable; ii) coberturas de flujos de efectivo; y iii) coberturas de inversión neta en negocios en el extranjero* (31ª 11), además solo se considera adecuado, a efectos de la cobertura contable, el uso de derivados como instrumentos de cobertura, excepto para las coberturas de riesgo de cambio que puede serlo cualquier otro instrumento financiero.

La Circular autoriza el tratamiento de la cobertura contable condicionado a que se cumplan determinados requerimientos respecto de la documentación y efectividad de la cobertura (31ª 8 y 9). En el momento en que un instrumento financiero se designa como una cobertura, deberá documentarse formalmente la relación de cobertura entre el instrumento de cobertura y el instrumento cubierto incluyendo los métodos que serán utilizados para valorar la eficacia de la cobertura. Puesto que la mayor parte de las coberturas financieras son imperfectas, la Circular permite que aún cuando la cobertura no sea perfecta sea al menos suficientemente efectiva para que pueda aplicarse la contabilidad de la cobertura contable. La medición de la efectividad de la cobertura depende del tipo de cobertura pero por lo general se utilizan métodos estadísticos, como por ejemplo la estimación de modelos de regresión que contrastan la relación entre los cambios del valor razonable y los del instrumento de cobertura; una cobertura se dice que es altamente eficaz cuando los cambios en el valor razonable –o en los flujos de caja– del instrumento de cobertura se espera que se muevan entre el 80% y el 125% de los cambios del valor razonable del instrumento cubierto –o de sus flujos de caja– (31ª 9).

La ineffectividad de la cobertura representa, en el caso de las coberturas de valor razonable, el importe por el que los cambios en el valor razonable del instrumento de cobertura difieren de los cambios de valor razonable del instrumento cubierto o, en el caso de las coberturas de flujos de efectivo, el importe por el que los flujos de efectivo del instrumento de cobertura difieren de los cambios en los flujos de efectivo del instrumento cubierto; tales diferen-

cias deben registrarse en la cuenta de pérdidas y ganancias del período como resultados de la cartera de negociación o, cuando proceda, como diferencias de cambio [31ª 15 (a) y 17 (a)]. En las coberturas de valor razonable, la parte eficaz de la cobertura se reconoce directamente en la cuenta de pérdidas y ganancias y los cambios en el valor razonable del instrumento cubierto atribuibles al riesgo cubierto se reflejan también directamente en la cuenta de pérdidas y ganancias ajustando su valor en libros; por su parte, en las coberturas de flujos de efectivo, las ganancias o pérdidas asociadas con la parte eficaz del instrumento derivado se registra en el patrimonio neto de la entidad hasta que se materializa el flujo de efectivo que el derivado está cubriendo en cuyo momento el resultado del derivado es transferido del patrimonio neto a la misma línea de la cuenta de pérdidas y ganancias que la del instrumento cubierto [31ª (F) y (G)].

Como regla general, la Circular requiere que el tratamiento de la cobertura contable se aplique para exposiciones que “individualmente o en grupos con similares características de riesgo, expongan a la entidad a riesgos específicamente identificados de variaciones en el valor razonable o en los flujos de efectivo” sin que, en ningún caso, una posición neta pueda ser considerada una partida cubierta (31ª 5). No obstante, para mitigar esto, puesto que la gestión del margen de intermediación es una de las piezas fundamentales de gestión de una entidad, la Circular permite que, para el caso de una cartera de instrumentos financieros previamente identificada, se puede cubrir “la exposición al riesgo de tipo de interés de un determinado importe de activos financieros o pasivos financieros que forman parte del conjunto de instrumentos de la cartera pero no instrumentos concretos” (32ª 1).

Estas coberturas al afectar a una cartera de instrumentos financieros, esto es, un conjunto de activos y pasivos sensibles al tipo de interés, que en una entidad financiera son la mayoría, suelen denominarse “*macrocoberturas*” y para realizarlas las entidades pueden tomar posiciones en derivados sobre tipos de interés, con el objetivo de modificar la cuantía y la variabilidad de los flujos de efectivo. Por ello, en este tipo de coberturas, las entidades tienen que ser capaces de estimar las relaciones entre los tipos de interés que afectan a las masas de activo y pasivo, además de la evolución futura del crecimiento de cada una de ellas, incluyendo las posibles amortizaciones anticipadas y sustituciones de pasivos según las variaciones de los tipos de interés, ya que el efecto cantidad es muy relevante en la evolución del margen de intermediación. Por ello, la Circular requiere que la estimación de flujos de efectivo se realice “*a partir de la*

experiencia de la propia entidad y con otra información disponible, tal como datos históricos y esperados sobre ratios de cancelación anticipada, tipos de interés y la interacción entre ambos” (32ª 3).

La Circular contempla dos tipos de “*macrocoberturas*”: *i)* de valor razonable; y, *ii)* de flujos de efectivo. En las macrocoberturas de valor razonable todos los instrumentos financieros de la cartera cubierta deben poder ser designados individualmente como partidas cubiertas por ser su valor razonable sensible a los tipos de interés, o bien porque el importe cubierto de la cartera corresponda a depósitos estables de la entidad, esto es, depósitos “*que han venido mostrando una estabilidad temporal en la entidad superior a la prevista contractualmente*”; las macrocoberturas de flujos de flujos de efectivo son aquellas que cubren la exposición de un determinado importe de una cartera de instrumentos financieros al riesgo de flujos de efectivo y que no cumplen los requisitos para ser consideradas como de valor razonable (32ª 2). En el caso de las macrocoberturas de valor razonable, las ganancias o pérdidas debidas a cambios en el valor razonable del importe cubierto, imputables al riesgo de tipo de interés, se registran directamente en la cuenta de pérdidas y ganancias a través de una cuenta específica de activo o pasivo (“*Ajustes por macrocoberturas*”), según que el importe cubierto corresponda a activos o pasivos financieros respectivamente [32ª 4 (b)].

V. La Memoria

Las notas a los estados financieros constituye una de las piedras angulares de la Circular, y ello no solo por la cantidad y calidad de información que deberá ser mostrada en la memoria, que por sí mismas ponen de manifiesto el énfasis que el Banco de España ha querido darle, sino porque para que los usuarios de la información puedan evaluar correctamente la generación de flujos de efectivo de una entidad así como para apreciar los riesgos e incertidumbres que se espera sobre ellos, será necesario realizar “*una descripción de los riesgos financieros en que incurre [la entidad] como consecuencia de su actividad así como los objetivos y políticas de gestión, asunción, medición y control del riesgo*” (59ª 3).

1) Riesgos financieros

En concreto, los riesgos financieros en que las entidades incurren como consecuencia de negociar con instrumentos financieros son: *i)* riesgos de mercado –cambio, valor razonable por tipo de interés, precio–; *ii)* riesgo de crédito; *iii)* riesgo de li-

quidez; y, *iv)* riesgo de flujo de efectivo (59ª 4), con el fin de proporcionar una información adecuada acerca de ellos será necesario:

- Describir cada uno de los riesgos financieros en que incurren por su actividad, y los objetivos y políticas para gestionar estos riesgos.
- Informar acerca de las exposiciones a cada uno de los riesgos en la fecha a que se refieren los estados financieros.
- Informar acerca de los métodos y procedimientos utilizados para estimar el valor razonable.

Respecto del riesgo de crédito, las entidades deben revelar, por cada clase de activos financieros y otras exposiciones a este riesgo, el importe que mejor represente la máxima exposición a la fecha a que se refieren los estados financieros así como su valor razonable (60ª 5). Para las garantías financieras concedidas (25ª), es probable que el máximo riesgo de crédito sea superior al valor razonable de la garantía concedida, de la misma manera que el valor razonable de un activo financiero que cuente con una garantía real incorporada (por ejemplo, una hipoteca) es probable que no refleje el importe máximo de pérdidas que soportaría una entidad si la contraparte dejara de cumplir con sus obligaciones contractuales y hubiese necesidad de ejecutar la garantía. En condiciones de mercado, el valor razonable de estos instrumentos, que será normalmente menor que la máxima exposición, deberá tener en cuenta la probabilidad de tener que hacer frente a la garantía concedida, o la necesidad de tener que ejecutar la hipoteca.

Estas exposiciones deberán informarse sobre la base de las concentraciones del riesgo de crédito, las cuáles surgen como consecuencia de mantener riesgo de crédito con las mismas contrapartes, o en la misma área geográfica o con el mismo sector económico; también surgen estas concentraciones como consecuencia de mantener activos financieros con similares garantías, como por ejemplo las garantías reales sobre viviendas destinadas a la promoción o como residencia habitual del prestatario. Por otra parte, con el fin de poder evaluar la calidad crediticia de los activos financieros, debe facilitarse la naturaleza de las contrapartes así como un “*análisis de la exposición al riesgo de crédito empleando calificaciones externas o internas, incluyendo información sobre las tasas históricas de impago*”.

Respecto de los activos financieros deteriorados, es decir, aquellos que tras su reconocimiento inicial han experimentado una reducción en sus flujos de efectivo esperados, o bien, en el caso de los

instrumentos de capital, una reducción de su valor de recuperación en libros (29ª 2 y 18), así como para los activos financieros vencidos y no deteriorados, la Circular precisa que se desglosen estas posiciones por áreas geográficas, contrapartes e instrumentos, detallando, cuando proceda, un calendario por vencimientos (60ª 6).

Por su parte, los activos financieros dados de baja del balance, por considerarlos de recuperación remota (29ª 14), la Circular requiere que la entidad suministre en la memoria un detalle de los movimientos contables habidos en el período distinguiendo las recuperaciones de las bajas definitivas y señalando las causas de cada una de ellas [60ª 6 (f)].

Con respecto al riesgo de liquidez, entendido como el riesgo para “*vender un activo financiero rápidamente por un importe próximo a su valor razonable*” o bien para “*encontrar fondos para cumplir con sus compromisos relacionados con instrumentos financieros*” [59ª 4 (c)], la Circular requiere que se revele, cuál es la metodología utilizada para evaluar la liquidez de los instrumentos financieros cotizados en mercados poco activos o no cotizados y como gestiona este riesgo, además de presentar una clasificación por plazos de vencimiento residual [60ª D (2)].

En relación con los riesgos de mercado y de tipo de interés, la Circular requiere a las entidades para que en la memoria, además de facilitar otras informaciones relacionadas con estos riesgos, realicen un análisis de la sensibilidad del patrimonio neto y de la cuenta de pérdidas y ganancias atribuibles a movimientos en los tipos de interés y tipos de cambio, o a variaciones en los precios de los instrumentos de capital o de las materias primas, indicando los criterios e hipótesis que han servido de base para preparar esta información, y con una variación, en el caso del riesgo de tipo de interés, de 100 puntos básicos [60ª D (3) y D (4)].

2) Información sobre “partes vinculadas”

Los fundamentos de la economía de mercado incluyen la idea de que el resultado de una entidad es la consecuencia de la libre interacción de sus acciones comerciales con el mercado y además que, salvo prueba en contrario, la entidad lleva a cabo sus actividades y realiza transacciones en beneficio e interés exclusivo del conjunto de sus propietarios, por lo que se presume que, todas las actividades y transacciones se llevan a cabo en condiciones de mercado y de forma libre y autónoma. Esta presunción no puede ser totalmente sostenida cuando existen transacciones con “*partes vinculadas*” a la entidad porque el requisito de independencia en esas transacciones, esto es, de que se

realizan en condiciones de mercado, no está absolutamente presente.

En la Circular la definición de parte vinculada se sustenta en las nomenclaturas “*control*” e “*influencia significativa*” de nuestra legislación mercantil y del mercado de valores, complementadas con una lista de personas y entidades que son vistas como vinculadas a la entidad por razón de sus cargos –administradores y el personal clave de la dirección de la entidad– o por determinadas relaciones de familiaridad o afectividad mantenidas con estos, además de los planes de pensiones para los empleados (62ª 1).

Las transacciones de la entidad con partes que se consideren vinculadas a ella deben ser adecuadamente reveladas en sus estados financieros con el fin de asegurar la transparencia respecto del tipo, naturaleza y características de las transacciones llevadas a cabo con estas personas y entidades, a menos que “*sean equivalentes a las que se dan en transacciones hechas en condiciones de mercado*” (64ª 2). En definitiva, existe la presunción “*iuris tantum*” de que las transacciones entre partes vinculadas son el resultado de la especial vinculación entre la partes y que sin esa vinculación las transacciones no habrían ocurrido, o se hubiesen realizado bajo condiciones diferentes de haber sido ambas partes realmente autónomas e independientes; por tanto, puesto que existe una presunción general de que las transacciones recogidas en los estados financieros se han llevado a cabo en condiciones de mercado y en beneficio de los propietarios, con el fin de que la información financiera de los estados financieros pueda ser calificada como *fiable*, esto es, que representa lo que pretende representar, es imprescindible conocer en que transacciones las condiciones de mercado libre no se han respetado.

La racionalidad económica para informar sobre este tipo de operaciones se sustenta en que los volúmenes y precios practicados en las transacciones entre partes vinculadas pueden estar influidos por la especial relación mantenida entre ellas de tal manera que, además, como resultado de esa vinculación, se pueden alcanzar los resultados deseados por una de las partes; por ello, con el fin de poder evaluar correctamente la capacidad de la entidad para generar flujos de efectivo es imprescindible que los usuarios de la información conozcan las transferencias de recursos y las obligaciones existentes entre la entidad y sus partes vinculadas de forma que puedan comparar la posición financiera y los resultados obtenidos con los de otras entidades ayudándoles a detectar y explicar posibles diferencias.

Las transacciones entre partes vinculadas ocurren en el desarrollo normal de las actividades de

la entidad. Ejemplos típicos de estas transacciones son el mantenimiento de determinadas ventajas en la concesión de financiación y de remuneración del ahorro, el uso de propiedades de la entidad bajo arrendamientos blandos, etcétera; pero también son relaciones entre partes vinculadas algunas transacciones que no suponen un especial registro contable para la entidad, como por ejemplo utilizar los servicios legales o de asesoramiento financiero de la entidad sin cargo o a precio fuera de mercado.

Concretamente, de acuerdo con la Circular deben revelarse en la memoria la naturaleza de la re-

lación con cada parte vinculada, así como la política seguida en la concesión de préstamos, depósitos y operaciones de análoga naturaleza, además de las transacciones habidas en el período y los saldos pendientes por cada tipo de producto de activo y pasivo; además, puesto que las ganancias en las ventas de activos no corrientes en venta (esencialmente, activos adjudicados) a *entidades controladas* cuando se hacen con aplazamiento de pago solo se pueden reconocer cuando se ha recuperado sustancialmente el coste original (34ª 29) debe informarse de las ganancias pendientes de reconocer por estas razones (64ª 2).

Autoridades de los bancos centrales latinoamericanos y otras instituciones miembros del CEMLA

ASOCIADOS

CENTRAL BANK OF THE BAHAMAS

JUNTA MONETARIA. *Gobernadora*: Wendy M. Craigg; *miembros*: Pandora Johnson y Carleton Williams. PERSONAL EJECUTIVO. *Gobernadora*: Wendy M. Craigg; *inspector de Bancos y compañías fiduciarias*: Michael Foot; *gerentes*: Keith Jones (Contabilidad), Cassandra Nottage (Supervisión bancaria), John A. Rolle (Investigaciones), Cecil M. Sherman (Operaciones de banco), Bert A. Sherman (Computación), Gerard Horton (Control de cambios) y Sylvia Carey (Recursos humanos); *consejero legal*: Rochelle A. Deleveaux; *subgerente de Administración*: Selvin Basden.

(Información oficial, julio de 2005)

BANCO CENTRAL DEL PARAGUAY

DIRECTORIO. *Presidenta*: Mónica Luján Pérez dos Santos; *directores titulares*: Venicio-Adolfo Sánchez Guerreros, Raúl-Antonio Ayala Diarte, Diego-Arturo Martínez Sánchez y Fernando-Alberto Silva Facetti. *Superintendentes*: Rodrigo-Fernando Ortiz Frutos (Bancos) y Máximo-Gustavo Benítez Giménez (Seguros). *Gerente general*: Rolando Arréllaga Yaluk. *Gerentes de área*: Emilio Ortiz Trepowski (Estudios económicos), Isaac-Rubén Aguilera Dávalos (Operaciones nacionales), Miguel-Ángel Yegros Arce (Operaciones internacionales), Carlos-Daniel Benítez Vieira (Contabilidad y finanzas), Rogelio Cáceres Báez (Servicios administrativos), Armando-Daniel Rodríguez Franco (Desarrollo y gestión institucional), Carlos González Escobar (Jefatura de auditoría), Amelio-Ramón Calonga (Comité jurídico), Armando Rodríguez Franco (Desa-

rrrollo y gestión institucional), Luis-Aurelio Cecco Cáceres (Secretaría del Directorio) y Luis-Adolfo Ortiz Acosta (Gabinete de la Presidencia). *Consultor en gestión de riesgos*: Adolfo-Ramón Bordón López (Auditoría interna). *Directores de intendencia y de departamento*: Óscar-Atilio Boidanich Ferreira (Supervisiones especiales), Isidoro Benítez Arévalos (Intendencia administrativa), Julio González Caballero (Análisis financiero y normas), José-Óscar Caballero Centurión (Inspección), Derlis Penayo Ramírez (Estudios técnicos y actuariales), Pedro-Osvaldo González Ríos (Control financiero), César-Gustavo Colmán Mendieta (Control de operaciones de reaseguros y auxiliares del seguro), Eberhard von Lucken González (Asuntos legales), Eladio-Antonio Russo Vázquez (Crédito y cuentas corrientes), Antoliano-José Cantero Sienna (Estudios monetarios y financieros), Jorge-Raúl Corvalán Mendoza (Economía internacional), Carlos-Avelino Rodríguez Báez (Cuentas nacionales y mercado interno), Fermín-Alfredo Gil Páez (Contabilidad), María-Elizabeth Oviedo de Centurión (Finanzas), Ramón-Norberto Carreras Sánchez (Operaciones internacionales), Rafael Lara Valenzuela (Operaciones de mercado abierto), Juan-Vicente Souto Mello (Operaciones de mercado abierto), Manuel Barboza Velásquez (Auditoría de gestión), Guillermo-Antonio Maciel Agüero (Auditoría financiera), Olga Argüello de Jacquet (Auditoría especializada), Mario-Melanio Báez Páez (Servicios generales), Alcibíades Bravo Ferreira (Adquisiciones y suministros), Ángela-María Giménez Arámbulo (Informática), Hernán-Melanio Colmán Rojas (Recursos humanos), Mario-Fernando Bécker Domínguez (Asesoría en Administración), Víctor Cuevas Núñez (Unidad técnica ejecutora de programas), Esteban-Fortunato Cardozo Martínez (Unidad de coordinación de programas y proyectos), María-Epifanía de Rodríguez (Unidad de administración del Fondo de garantía de depó-

sitos), Roberto-Antonio Caballero Rolón (Centro de recuperación y pago de garantía estatal), Mario-Hugo Achucarro Montiel (Unidad coordinadora del sistema de pagos), Cyntia-Beatriz Villagra de Ortiz (Secretaría general), Ángel Sanguina Mereles, *a. i.* (Seguridad) y Sara Miranda de Recalde, *a. i.* (Coordinación de actividades culturales). *Jefes:* César-Augusto Nizza Molinas (Cámara compensadora), María-Lucila Caballero (Relaciones públicas y protocolo) y Martín-Tomás von Schoucher Wertheimer (Centro de comunicación social).

(Información oficial, julio de 2005)

CENTRALE BANK VAN SURINAME

Presidente: André E. Telting. Director ejecutivo de

asuntos bancarios: Otto H. Ezechiëls. Director de asuntos monetarios y económicos: Glenn H. Gersie. Secretario general (a. i.): Rafall R. Lachmising. Jefes de departamento: John H. Kolader (Relaciones internacionales), Eric R. Vaseur (Balanza de pagos y estadísticas monetarias), Rakesh S. Adhin (Investigaciones), Ilford G. Soehawan (Exterior), Clary Linger van der Ziel (Asuntos internos), Lucien C. Nijman (Política de moneda extranjera), Angela Limon-Sof (Asuntos legales), Jan Bolman (Comunicación y tecnología informática), Stella M. Pollack-Leefflang (Biblioteca), Wilfred E. Noslin (Asuntos del personal), Hendrik L. Karijoetomo (Auditoría interna), Carlos C. Esseboom (Contaduría) y Ronald van Exel (Relaciones públicas).

(Información oficial, julio de 2005)

Actividades del CEMLA durante junio-agosto de 2005

<i>Actividad</i>	<i>Instituciones copatrocinadoras Lugar y fecha</i>
<i>Cursos y talleres</i>	
Central Bank Governance	Centre for Central Banking Studies (Banco de Inglaterra) y Banco Central de Brasil Fortaleza, 6 – 8 de junio
Economic and Operative Aspects of Central Banking	Banco Central de Trinidad y Tabago Puerto España, 6 – 10 de junio
Building Models for Monetary Policy in Latin America and the Caribbean	Centre for Central Banking Studies (Banco de Inglaterra) México, D. F., 1º – 5 de agosto
Metodología de la Balanza de Pagos	Banco de Guatemala Guatemala, 1º – 12 de agosto
Política Monetaria y Operaciones de Mercado Abierto	México, D. F., 15 – 26 de agosto
<i>Seminarios</i>	
Fundamentos de las Normas Internacionales de Información Financiera para las Entidades de Crédito	Banco Central de Nicaragua y Banco de España Managua, 13 – 15 de julio
Supervisión Enfocada al Riesgo y Evaluación de Riesgo	Junta de Gobernadores del Sistema Federal de Reserva (Estados Unidos) y Asociación de Supervisores Bancarios de las Américas México, D. F., 25 – 29 de julio
Regulación y Supervisión de Cooperativas de Ahorro y Crédito en el Cono Sur	Deutscher Genossenschafts- und Raiffeisenverband e.V. (Confederación Alemana de Cooperativas) São Paulo, 4 – 5 de agosto

Reuniones

International Advisory Council the Western Hemisphere Payments and Securities Settlement Forum	Banco Mundial	Madrid, 20 de junio
Experts of the Western Hemisphere Payments and Securities Forum	Banco de España, Banco Mundial y Comité sobre Sistemas de Pagos Internacionales (Banco de Pagos Internacionales)	Madrid, 20 – 23 de junio
Working Group on Payment System Issues of Latin America and the Caribbean		Madrid, 24 de junio
II Encuentro de Responsables de Seguridad de Banca Central	Banco Central de Costa Rica	San José, 22 – 24 de junio
Comité de Contabilidad y Presupuesto de Banca Central	Banco Central de Brasil	Brasilia, 11 – 13 de julio
Jefes de Estudio de Bancos Centrales		México, D. F., 26 – 27 de julio
Asesores en Política Monetaria de Bancos Centrales		México, D. F., 27 – 28 de julio
Comité de Alternos		México, D. F., 29 de julio
Comité de Recursos Humanos de Banca Central		México, D. F., 18 – 19 de agosto
VIII Reunión de Auditores Internos de Banca Central	Banco Central de Brasil	Río de Janeiro, 24 – 26 de agosto

Publicaciones:

Monetaria, vol. XXVIII, nº 2, abril-junio

Money Affairs, vol. XVIII, nº 1, enero-junio



El *Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos* es una asociación regional de bancos centrales de América Latina y el Caribe. Además participan, como miembros colaboradores, bancos centrales extrarregionales, organismos supervisores y entidades financieras regionales. El principal cometido de la Institución es, desde 1952, la cooperación entre sus miembros para promover un mejor conocimiento de temas monetarios y financieros en la región. Entre sus modalidades de acción el Centro realiza actividades de capacitación, divulgación y estudios, así como programas plurianuales de asistencia técnica en áreas de infraestructura del sector financiero. Asimismo, el CEMLA actúa como secretaría técnica en las reuniones de gobernadores y técnicos de banca central de nuestra región.

El CEMLA ofrece regularmente desde 1955 publicaciones periódicas que, al cabo del año, pasan revista y analizan los principales temas financieros y monetarios que ocupan la atención de los bancos centrales de América Latina y el Caribe. En el *Boletín* se presentan temas actuales de interés general que reúnen a una amplia audiencia para mantenerla a la vanguardia en los principales debates en materia de teoría y política económica, monetaria y financiera. *Monetaria* y *Money Affairs* (publicadas en español e inglés, respectivamente) difunden estudios elaborados por investigadores de bancos centrales, instituciones financieras internacionales, universidades y otras entidades académicas. En los artículos publicados predomina un enfoque teórico o cuantitativo sobre temas especializados en los campos financiero y monetario.

BOLETÍN

Suscripción anual: 70.00 dólares (América Latina y el Caribe: 45.00 dólares; estudiantes y maestros: 35.00 dólares). Ejemplar suelto: 18.00 dólares (América Latina y el Caribe: 12.00 dólares; estudiantes y maestros: 9.00 dólares).

Suscripciones y pedidos:

Genoveva de María y Campos

CEMLA

Durango n° 54, México, D. F., 06700, México

Teléfono: (5255) 55-33-03-00, ext.: 260

Telefax: (5255) 55-25-44-32

E-mail: publicaciones@cemla.org

MIEMBROS DEL CEMLA

ASOCIADOS

Banco Central de la República Argentina	Banco de Guatemala
Centrale Bank van Aruba	Bank of Guyana
Central Bank of the Bahamas	Banque de la République d'Haïti
Central Bank of Barbados	Banco Central de Honduras
Central Bank of Belize	Bank of Jamaica
Banco Central de Bolivia	Banco de México
Banco Central do Brasil	Bank van de Nederlandse Antillen
Eastern Caribbean Central Bank	Banco Central de Nicaragua
Cayman Islands Monetary Authority	Banco Central del Paraguay
Banco Central de Chile	Banco Central de Reserva del Perú
Banco de la República (Colombia)	Banco Central de la República Dominicana
Banco Central de Costa Rica	Centrale Bank van Suriname
Banco Central de Cuba	Central Bank of Trinidad and Tobago
Banco Central del Ecuador	Banco Central del Uruguay
Banco Central de Reserva de El Salvador	Banco Central de Venezuela

COLABORADORES

Bancos centrales

Deutsche Bundesbank (Alemania)	Banca d'Italia
Bank of Canada	De Nederlandsche Bank (Países Bajos)
Banco de España	Bangko Sentral ng Pilipinas
Federal Reserve System (Estados Unidos)	Banco de Portugal
Banque de France	European Central Bank

Otras instituciones

Superintendencia de Bancos y Seguros (Ecuador)	Superintendencia de Bancos (República Dominicana)
Superintendencia del Sistema Financiero (El Salvador)	Banco Centroamericano de Integración Económica
Superintendencia de Bancos (Guatemala)	Banco Latinoamericano de Exportaciones, S. A.
Comisión Nacional de Bancos y Seguros (Honduras)	Deutscher Genossenschafts- und Raiffeisenverband e.V. (Confederación Alemana de Cooperativas)
Superintendencia de Bancos (Panamá)	Fondo Latinoamericano de Reservas