

Universidad de Chile
Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas
Escuela de Economía y Administración

CONGELAMIENTO DE LOS DEPOSITOS BANCARIOS EN ARGENTINA: EL ENFOQUE DE LOS ADRs

Seminario para optar al Título de Ingeniero Comercial Mención Administración

Alumno:

Koo Hang Chung Lee

Profesor: Franco Parisi, Ph.. D.

Santiago, Agosto - 2003

I. Introducción . .	1
II. Historia del Congelamiento . .	3
1. Evolución de la actividad económica . .	3
2. Corralito . .	8
3. Corral . .	10
4. El caso de Ecuador . .	12
III. Estructura del Mercado de ADRs . .	17
1. Definición . .	17
2. Arbitraje entre las bolsas . .	18
3. Beneficios y desventajas de organizar un programa de ADRs . .	19
4. Tipos de ADRs . .	20
IV. Metodología, Modelos y Datos . .	23
V. Resultados . .	27
VI. Conclusiones . .	31
VII. Bibliografías . .	33
Anexo 1 . .	35
Anexo 2 . .	37
Anexo 3 . .	41

I. Introducción

Durante la década de los 90, Argentina luego de superar una crisis económica caracterizada por la hiperinflación, comenzó a vivir una época de reformas y adaptaciones que fueron las secuelas de una mala gestión del gobierno y de la implementación de la “convertibilidad”¹.

En la primera mitad de aquella década, su economía creció a una tasa anual del 6.5%, renegoció su deuda y se desencadenó una ola de privatizaciones que mantuvo bastante equilibrado el presupuesto fiscal. Posteriormente, al no contar con el ingreso proveniente de las privatizaciones, la economía entró en un continuo déficit, y la deuda fue aumentando cada vez más, lo que llevó a que en 1998 la economía argentina entrara en recesión.

Las expectativas se tornaron negativas, y los indicadores económicos empeoraban, lo que sumado a las constantes medidas anunciadas por el gobierno aumentaron la incertidumbre acerca del sistema de “convertibilidad”, desencadenándose así el retiro de los depósitos bancarios que culminó con la imposición del congelamiento de estos depósitos, lo que fue conocido como el “corralito”.

Ante las nuevas medidas, grandes compañías buscaron formas alternativas de obtener capital y comenzaron a utilizar los fondos del “corralito”, comprando con cheques en dólares acciones de empresas que cotizaban en las Bolsas de Nueva York (mediante certificados llamados ADRs). Los inversores compraban papeles en Buenos Aires y los

¹ Esta consiste en atar la valoración de una determinada moneda a la cotización libre del dólar

transformaban en ADRs, los cuáles se vendían en dólares, consiguiendo la liquidación de la operación en Nueva York. Posteriormente, no repatriaban el dinero, con lo cuál el Banco Central debía compensar las divisas faltantes. Lo anterior puede haber sido la principal causa de que en el mes de diciembre del 2001 la Bolsa de Comercio promediara una subida del 40%, lo cuál no era consecuente con la caída del 51,42% del índice Merval acumulado en el año.

En relación a lo anterior, lo que se pretende investigar en este trabajo es si efectivamente la fuga de capitales a través de la venta de ADRs produjo retornos anormales sobre los activos bilistados durante la etapa posterior a la imposición del “corralito”. Por lo tanto, la hipótesis nula a probar es la existencia de cambios neutrales en la estructura de retornos, frente a la hipótesis alternativa de quiebres estructurales en los retornos de dichos activos. De comprobarse la validez de esta hipótesis, podríamos afirmar que las compañías efectivamente obtenían su financiamiento mediante la venta de estos instrumentos en el exterior. Para validar la prueba de hipótesis se utilizará un análisis estadístico y de significancia sobre los coeficientes de los retornos a nivel de portfolio, en el período anterior y posterior al congelamiento de los depósitos.

El estudio se divide en cinco partes. En la primera, se entregará un resumen de la “historia del congelamiento de los depósitos bancarios”, refiriéndose específicamente a los términos “*corra*” y “*corralito*” financiero. Además, se expondrá otro caso en el que haya ocurrido un “congelamiento de las cuentas bancarias”. A continuación, se dará una explicación de la estructura de los ADRs. Luego, se presentará la metodología y los modelos empleados para testear la hipótesis. Posteriormente, se mostrarán los resultados obtenidos en los modelos utilizados y finalmente se entregarán las conclusiones del presente estudio.

II. Historia del Congelamiento

1. Evolución de la actividad económica

En julio de 1989 el presidente Menem, asumió la presidencia de la Argentina, la cuál enfrentaba una crisis económica terminal caracterizada por una **Hiperinflación** que superaba el 4.000%. Con el fin de salir de la recesión y frenar la inflación se estableció la "*Ley de Convertibilidad*" que establecía la paridad uno a uno entre el peso y el dólar estadounidense.

Para poder mantener esta paridad fue necesario contar con dólares de respaldo, y para compensar las divisas que se iban en importaciones, repatriación o fuga de capitales, primero fue necesario privatizar y luego aumentar el endeudamiento. De hecho, lo único que las sucesivas políticas monetarias han estimulado ha sido la fuga de capitales, ya que no era un negocio invertir en el país². Además, en un mercado donde el dólar era barato y sin restricciones de venta, era conveniente comprar importantes cantidades y reinvertirlas en el extranjero donde se garantizaban mejores tasas de retorno.

En los primeros años de la presidencia de Menem, el crecimiento económico e

² La autoridad había eliminado las barreras arancelarias e impuesto tasas de interés elevadas para incentivar las importaciones.

ingresos provenientes de la privatización mantuvieron prácticamente balanceado el presupuesto federal. Sin embargo, a partir de 1994 este ha estado en un continuo déficit, aún en años de buen crecimiento económico. Año tras año la deuda fue en aumento, y la deuda más los intereses crecieron mucho más rápido que la economía. A finales de 1994, la deuda bruta del gobierno federal era cerca de \$ 70.000 millones. El PIB creció rápidamente y alcanzó los \$ 257.000 millones ³.

Sin el ingreso de las privatizaciones la economía perdió impulso, el PIB creció a un 3.6% entre 1995 y 1997, y luego entró en recesión desde 1998. La desocupación superó la cifra de los dos dígitos desde 1993 y culminó el 2001 con más del 18%. Por otra parte, en los mercados financieros, la situación se presentó bastante equilibrada durante este período hasta el momento en que fue afectado por los shocks externos. Desde la segunda mitad de 1995, (luego de una crisis respecto de la estabilidad del tipo de cambio y la solidez de los bancos) se observó un aumento en la entrada de capitales, en que los ingresos netos de fondos superaron los 4500 millones de dólares y las reservas internacionales crecieron en más de 3000 millones. Los precios de los activos se elevaron reflejando una reactivación de la demanda por estos papeles (acciones). Además, los valores de los títulos públicos superaban a los de hace un año atrás con lo cual los indicadores de riesgo país habían vuelto a las cifras alcanzadas hasta antes de la crisis Mexicana. Sin embargo, las sucesivas crisis externas (crisis Asiática en 1997, crisis Rusa en 1998 y la devaluación Brasileña en 1999) tuvo un impacto desfavorable, incrementando las tasas de interés y provocando una caída en los precios de las acciones.

La recesión que comenzó en 1998 también fue consecuencia de errores en el programa de reforma de Argentina, donde se alabó al país por permitir que los bancos fueran en gran parte propiedad de extranjeros. Por un tiempo esto creó un sistema bancario aparentemente más estable, pero este sistema fracasó en el financiamiento a las pequeñas y medianas empresas.

Por otro lado, el enorme poder de los gobiernos provinciales que presionaban con no hacer los recortes fiscales, mas el exceso de trabajadores en las burocracias gubernamentales fueron otros factores que colaboraron en la crisis trasandina.

Así en 1999, asume el mandato el presidente electo Fernando de la Rúa, heredando un enorme déficit fiscal ⁴, junto a una imagen de corrupción que se reflejaría en manifestaciones públicas. Lamentablemente, las medidas adoptadas en el flanco fiscal como las reformas estructurales emprendidas (reforma laboral, reforma del sistema de salud, reforma del régimen de la seguridad social, etc.) no fueron suficientes para disipar la incertidumbre. Además los aumentos en las tasas impositivas que pretendían aumentar el ingreso fiscal, contrarrestando en cierta forma la gran evasión tributaria, sofocaron aun más la economía. Ya a mediados del 2000, las expectativas se tornaron fuertemente negativas, y la imposibilidad de retomar el crecimiento aumentó las dudas sobre la

³ Al tercer trimestre del 2001, la deuda era el doble de grande, de \$141.000 millones, mientras que el PIB era de \$271.000 millones, solo 5% mayor que el de 1994 en términos nominales y menor en términos reales por persona.

⁴ Este era alrededor de 11.000 millones de pesos anuales

sostenibilidad del perfil de la deuda Argentina. El riesgo país mostró su primera subida significativa desde el comienzo del gobierno de la Rúa. La deuda pública seguía aumentando y la tasa de desempleo se incrementaba de un 13.8% en 1999 hasta alcanzar un 14.7% en el 2000. A fines de este último año, el gobierno logró cerrar un programa, denominado “*blindaje financiero*”, con el Fondo Monetario Internacional (FMI) para cubrir las necesidades financieras para el período 2001-2002, generando cierto alivio de corto plazo en los mercados financieros.

El año crítico para Argentina fue el 2001, culminando este con el congelamiento de los depósitos bancarios. Durante este período el gobierno anunció constantes recortes en el gasto público para poder cumplir con el déficit fiscal acordado con el FMI de US\$ 6500 millones anual y además el congreso aprobó la ley de ajuste fiscal conocida como “*déficit cero*”. En marzo de ese año, Domingo Cavallo es nombrado ministro de economía, donde revela un plan para gravar las transacciones financieras, denominado “*Ley de Competitividad*”, y aumenta los aranceles. Además, introduce un proyecto de ley, para vincular el peso con el euro y el dólar y anuncia una tasa de cambio preferencial para las exportaciones. Las medidas de Cavallo reflejaban que el gobierno estaba muy dispuesto a manipular el sistema de convertibilidad lo que dio origen a una estampida silenciosa en los bancos. Así, como una forma de evitar la cesación de pagos, en noviembre se anunció una “*operación de canje*”⁵. Esta consistía en que los tenedores de bonos argentinos podían entregar estos instrumentos que devengan altas tasas de interés por certificados de deuda que no cotizarán en los mercados y estos tendrían un rendimiento máximo de 7% anual o libor más 3 puntos.

La escalada de tasas siguió hacia fines del 2001, hasta niveles en que estas alzas solo podían frenarse con la devaluación. El gobierno Argentino no resistió, inventó nuevas monedas, hizo más recortes fiscales, redujo los salarios y no tuvo escrúpulos para expropiar los activos de los jubilados, agravando aun más la situación financiera del país. Ya en noviembre del 2001 la deuda pública de Argentina ascendía a los US\$ 132.000 millones (46% del PIB) y el riesgo país se ubicaba por sobre los 3000 puntos base. A ello se sumaba una baja en la recaudación impositiva de 11.6%, (en relación al mismo mes del 2000) junto al anuncio del ministro de economía de que el país no podría cumplir con el “*déficit fiscal cero*”. Esta situación se vio agravada luego que el FMI pusiera en duda un desembolso clave que el país esperaba recibir en diciembre por unos US\$ 1260 millones para hacer frente a los vencimientos de deuda externa. Lo anterior, mas los retiros masivos del 30 de noviembre fueron el golpe final para que el 1° de Diciembre del 2001 Domingo Cavallo anunciara el congelamiento de los depósitos bancarios, popularmente conocido como el “*corralito*”.

Posterior a la medida, se desencadenaron una serie de sucesos en respuesta a las ineficientes medidas tomadas por el gobierno que intensificaron aún más el caos, la crisis social, política y económica del país. Estalla una violenta ola de saqueos, protestas sociales y huelgas que obligó a la autoridad a declarar el “*estado de sitio*” y la renuncia del presidente De la Rúa. El cargo presidencial rota por 3 presidentes provisorios en 10

⁵ Este contaba con dos etapas: la reestructuración de la deuda doméstica en primera instancia y posteriormente la deuda internacional.

días, período en el cuál el presidente Rodríguez Saa declara la mayor suspensión de pagos de la historia económica internacional por un monto de US\$ 132.000 millones.

El 3 de enero del 2002 asume el nuevo presidente Eduardo Duhalde para que finalice el período de De la Rúa. A los pocos días de su mandato, el 9 de enero, se devalúa el peso en un 30% poniendo fin a 10 años de paridad con el dólar. Mediante la declaración de la "*Ley de Emergencia Pública y Reforma del Régimen Cambiario*", la convertibilidad desaparece y se crean dos mercados de cambio. El oficial, en que el valor del dólar se fijó a una tasa de 1,4 pesos, se negocian las divisas derivadas del comercio exterior -importaciones e exportaciones- y también las correspondientes a servicios y movimientos de capitales. Por otro lado, en el mercado libre se negociarían las divisas vinculadas al turismo y las demás transacciones. De acuerdo a esta ley, se obligó a convertir a pesos los depósitos bancarios en dólares en 1,4 pesos por dólar y los créditos a 1 peso por dólar. También, se forzó la conversión de los contratos en dólares a un peso por dólar en una imposición que se denominó como la "*Pesificación*".

La salida de la convertibilidad y la ruptura de los contratos preexistentes (en particular la "*Pesificación*" forzada), provocaron que las personas demandaran cada vez más activos en moneda extranjera. Esto se vio facilitado por los favorables fallos judiciales que amparaban a los ahorristas para un inmediato retiro de sus depósitos en pesos al tipo de cambio libre vigente en el mercado. Así, en los primeros cinco meses del año, los billetes y monedas en poder del público tuvieron un crecimiento de \$4300 millones. A lo largo del primer trimestre, además, se decretaron varios y prolongados feriados bancarios, en respuesta a la creciente demanda de dólares que se intensificó a tal punto que el tipo de cambio llegó a cotizar en abril cerca de \$ 4 por dólar. El peso acumulaba una devaluación del 70%. La inflación acumulada era de un 20%, 4,5 millones de argentinos se encontraba en filas del desempleo y subempleo y un 45% de la población vivía bajo la línea de la pobreza. Sin embargo, un aspecto positivo a rescatar en este período fue el bajo traslado de la depreciación a los precios domésticos lo que evitó una inflación de grandes proporciones. Por otro lado, el gobierno debía enfrentar las duras exigencias del FMI para acceder a la ayuda financiera.

Como una medida desesperada, en junio se anunció el canje de depósitos bancarios por bonos públicos (similar al Plan Bonex, 1990). Los depositantes, que exigían la devolución inmediata de sus ahorros, tendrían la opción de elegir bonos a 10 o 3 años en dólares o a cinco años en pesos, los cuales podían ser vendidos luego en el mercado. El Gobierno también anunció que por los depósitos a plazo fijo se entregarían certificados de depósitos llamados CEDRO. Los tenedores de este instrumento tenían la posibilidad de mantener el depósito "reprogramado" a varios años plazo o canjearlo por nuevos bonos BODEN⁶. Ambos instrumentos se cotizaban en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y también se podían utilizar para el pago de deudas bancarias además de otros usos.

A partir del segundo trimestre, la economía dejó de caer e inició incluso una paulatina recuperación. La actividad industrial comenzó a crecer y además el PIB corregido por

⁶ Alguno de los usos del bono Boden son: comprar bienes del Estado, comprar vehículos y maquinarias nuevas, construir nuevos inmuebles, cancelar deudas bancarias y otros.

estacionalidad mostró por primera vez desde 1997 tres trimestres consecutivos de subida, alentados principalmente por la positiva participación de las exportaciones netas. Los precios tanto al consumidor como mayoristas también comenzó a estabilizarse, al punto que en el último trimestre los primeros crecieron al 0,3% mensual en promedio, mientras que los segundos registraron incluso períodos de deflación en noviembre y diciembre. También hubo una mejora en las cuentas fiscales, producto de una mayor recaudación en términos nominales. Esto se debió fundamentalmente a la inflación y las retenciones a las exportaciones, pero también a la recuperación de la actividad. Así la recuperación de la economía y la mejora en los indicadores sociales también se vieron reflejados en el ámbito financiero. Las colocaciones de Letras del Banco Central (LEBAC) no solo se fueron realizando a tasa de interés paulatinamente decrecientes, sino que los plazos de esos instrumentos fueron cada vez más espaciados. Como referencia, las Letras en pesos a 14 días dejaron de colocarse en noviembre, y las últimas de ellas se hicieron a una tasa de corte del 4% anual. Además, en el mes de octubre el gobierno permitió la liberalización parcial del “corralito” al autorizar a los bancos a devolver sin restricciones los depósitos de hasta 7.000 pesos. A esa cifra se la actualizó por el CER⁷, lo que elevó la suma hasta casi 9.000 pesos. Por esta vía se liberaron alrededor de 1.800 millones de pesos, de los cuales la mayor parte se quedó en los bancos como depósitos de libre disponibilidad. Entre junio y octubre los depósitos en bancos aumentaron en un 10%. En este contexto, el 2 de diciembre de 2002, se levantó el “corralito” que rigió desde el 3 de diciembre del año pasado, al quedar sin efecto las restricciones para el retiro de fondos de las cuentas a la vista, como cajas de ahorro y cuentas corrientes. Así quedaron liberados 21.709 millones de pesos⁸, sin que esto generara presión sobre el tipo de cambio la cuál cerró en \$ 3,63. Sin embargo, la apertura no regia aún para el denominado “corralón”, que limitaba la libre disposición sobre los plazos fijos. De esta forma, quedaron más de 400.000 titulares de plazos fijos que seguirán sufriendo por sus ahorros atrapados que involucra a algo más de 16.000 millones de pesos. Estos depósitos continuaron reprogramados, en un cronograma de devolución que se iniciaría a partir de enero del año próximo.

Otro factor que influyó en la crisis económica, fue el enorme poder que el FMI tenía sobre el país vecino. Esto se avala con una dinámica de años, en que el condicionamiento del Fondo a Argentina se presenta no solo en lo económico y financiero, sino que también en lo social y político. La entidad es el gran culpable por haber insistido en políticas restrictivas que solo ayudó a incrementar la recesión en el país.

Por último, haciendo referencia a lo señalado anteriormente, los shocks externos también contribuyeron en aumentar la inestabilidad económica. La crisis Asiática de 1997 fue caracterizada como el “primer golpe”, aumentando la tasa de interés y el desempleo en el país. Luego, la crisis Rusa de 1998 impactó nuevamente sobre la tasa de interés, haciendo que este se elevara desde un 8% hasta un 16% en septiembre y provocando

⁷ Coeficiente de Estabilización de Referencia

⁸ \$12.654 millones en cuenta corriente y \$9.055 millones en cajas de ahorro, más los CEDRO canjeados por BODEN que suman \$4250 millones

una contracción apreciable en el nivel de actividad. Por otro lado, la crisis monetaria de Brasil en 1999; año en que las exportaciones cayeron, mas la desaceleración global del 2000/2001 ayudaron a empeorar la situación que se vio agravado por el tipo de cambio fijo establecido.

2. Corralito

Con el fin de evitar una corrida bancaria que podría hacer colapsar el sistema financiero y mantener la convertibilidad, el 1 de Diciembre del 2001 el gobierno anunció el congelamiento de los depósitos bancarios, más bien conocido como el “*corralito*”. Esta medida fue tomada después que el día 30 de noviembre se registrara una fuga masiva de depósitos equivalente a US\$ 1348 millones.

Sólo entre marzo y noviembre de ese año había significado la salida de 15 mil millones de dólares del circuito financiero y la pérdida de reservas por 10 mil millones de dólares.

Estas restricciones fueron anunciadas en medio de advertencias sobre el riesgo de que se profundice la depresión económica por una mayor caída en el consumo y la credibilidad, lo que a su vez podría aumentar la incertidumbre.

Pero por otra parte, el Ministro de Economía confiaba en que las medidas tomadas, sumadas al canje de la deuda pública y el “*déficit it cero*”, terminarían por bajar las tasas de interés vigentes en el país.

Los principales puntos del plan son:

- Se limitan a 250 pesos (o dólares) por semana los retiros en efectivo de los bancos para evitar una mayor salida de depósitos. Esto obliga a los ahorristas a realizar pagos con medios bancarios, lo que le permite al gobierno recaudar mas impuestos al reducirse las operaciones no registradas.
- El gobierno impedirá transferencias de fondos al extranjero por más de US\$1000, con excepción de las operaciones de comercio exterior y otras transacciones puntuales.
- El plan restringe a US\$ 1000 la cantidad de dinero que los argentinos pueden llevar al exterior. Para comprar los dólares, cada persona debe mostrar en el banco el pasaporte y el pasaje al exterior. Esta acción busca frenar la huida de capitales.
- Los bancos no podrán dar préstamos en pesos, por lo que estas transacciones se harán forzosamente en dólares. Los créditos ya otorgados podrán convertirse a la moneda estadounidense.
- El tope de 250 pesos por semana no rige para los jubilados y pensionados, quienes podrán cobrar la totalidad de sus haberes en efectivo debido a que no todos poseen una cuenta bancaria ni disponen de una tarjeta de debito.
- Los argentinos podrán seguir teniendo depósitos en pesos. Pero los bancos no podrán ofrecerles por esas colocaciones tasas de interés mas altas que las que dan

por depósitos en dólares. Además, los ahorristas podrán pedir que sus fondos sean convertidos a dólares sin costos extras.

- Esta medida se combina con una reciente resolución del Banco Central que indica que los bancos que ofrezcan tasas de interés, a sus clientes, más altas que la referencia que fija la autoridad monetaria deberán inmovilizar el 100% de esos fondos, lo que no es rentable para las entidades financieras.
- El gobierno pretende que los pequeños comerciantes y actividades no registradas se bancaricen, obligados por la necesidad que tendrán los argentinos de abonar servicios, cuotas de colegio, sistemas de salud y alquileres, entre otros, con cheque o tarjeta de débito o crédito.
- Los argentinos que reciben parte de sus haberes en efectivo y otra parte en bonos, podrán retirar hasta 250 pesos por semana en efectivo como el resto de los trabajadores, pero no sufrirán restricciones para cobrar los bonos.
- Los cheques de terceros no podrán ser cobrados por ventanilla, sino que deberán ser depositados en una caja de ahorro o en una cuenta corriente.
- El Banco Central puede disminuir estas restricciones cuando los depósitos totales del sistema financiero aumenten respecto a los niveles al cierre del día 30 de septiembre de 2001 y las tasas de interés a las que se realicen las diferentes transacciones sean, a su juicio, normales.
- Las medidas pretenden regularizar la situación de trabajadores ilegales, ya que exige a los empleadores abrirles una cuenta bancaria donde depositarles el sueldo.
- Las restricciones financieras tendrán vigencia durante 90 días, lapso en que el Ministerio de Economía espera haber completado una masiva reestructuración de la deuda pública, que busca evitar lo que sería una de las mayores cesaciones de pagos de la historia.

Las tasas de interés seguían siendo altas. Tanto es así que las renovaciones de vencimientos se estaban pactando a tasas que rara vez bajaban del 25% anual. Por otro lado, una reforma técnica más los rumores de complicaciones con el FMI dispararon el índice de riesgo país hasta el récord de 3.944 puntos.

La tasa de desocupación alcanzó los 18.2%, equivalente a 2,5 millones de desocupados.

La actividad económica se desplomó abruptamente y sólo durante la semana siguiente a la imposición del “*corralito*” las ventas en los comercios cayeron en un 50%.

La falta de efectivo dejó a la población, principalmente la clase media, sin billetes para pagar las necesidades más cotidianas, lo que a su vez dejó sin ingresos a cientos de miles de personas que más tarde se arrojaron sobre los comercios y supermercados para robar comida en los grandes centros urbanos.

El 17 de diciembre el Gobierno autorizó la extracción de 500 pesos de las cajas de ahorro, complementaria a los mil ya disponibles.

Mientras la Argentina se desplomaba, en diciembre la Bolsa de Comercio promedió

una subida del 40 por ciento por la fuga de capitales.

De acuerdo a lo anterior, podemos decir que la imposición del “*corralito*” financiero en Argentina no hacía más que poner en evidencia un estado de crisis profundo, que fracasó en su intento por frenar la fuga de divisas y además agravo la caída de las cuentas fiscales afectando la recaudación tributaria.

3. Corral

La medida fue adoptada el 9 de enero del año 2002, dentro de un contexto de pesificación de la economía y un mercado de cambio dual que buscaba reestablecer el orden financiero y la confianza entre las personas.

De acuerdo al artículo 5° del Decreto N° 71, que establece el cronograma de vencimientos reprogramados de los depósitos existentes en el sistema bancario contempla oficialmente el siguiente esquema:

- Imposiciones en pesos

Las cuentas para el pago de salarios y de haberes previsionales admitirán retiros mensuales máximos de 1.500 pesos. Dicha suma será acumulativa mes a mes. Para cuentas corrientes y cajas de ahorro: se admitirán retiros semanales de 300 pesos. Los retiros no efectuados durante una semana se acumularán, indefinidamente, para poder ser retirados en las semanas posteriores.

Plazos fijos: se reprogramarán según el siguiente calendario:

- Hasta \$ 10.000: se devolverán en cuatro cuotas mensuales y consecutivas, a partir del mes de marzo de 2002.
- Superiores a \$ 10.000 y hasta \$ 30.000: se cancelarán en 12 cuotas mensuales y consecutivas a partir del mes de agosto de 2002.
- Superiores a \$ 30.000: se cancelarán en 24 cuotas mensuales y consecutivas a partir del mes de diciembre de 2002. Quedan comprendidos todos los certificados vencidos (incluyendo los registrados en saldos inmovilizados, no retirados ni acreditados en cuentas a la vista) y a vencer. Todas las imposiciones a plazo fijo reprogramadas devengarán una tasa de interés equivalente al 7% nominal anual sobre saldos, que será pagadera mensualmente a partir del mes de febrero de 2002.
- Se excluyen del presente cronograma las imposiciones a plazos fijos cuyos titulares sean los fondos administrados por las **Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP)**.

- Imposiciones en moneda extranjera Cuentas corrientes

Los saldos de las cuentas corrientes en moneda extranjera por encima de un valor equivalente a 10 mil dólares serán reprogramados, asimilándolos a una imposición a plazo fijo en moneda extranjera. El titular tendrá la opción de convertir los saldos

inferiores a un valor equivalente a 10 mil dólares, según la paridad de \$ 1,40 por dólar estadounidense y transferirlos a cualquier cuenta en pesos que disponga en la misma entidad financiera, la que operará con las mismas características establecidas para las imposiciones en pesos.

Si decide mantener sus cuentas en dólares, el titular podrá realizar retiros en efectivo de hasta un valor equivalente a 500 dólares por mes, que serán libres de transferencia entre cuentas.

Cajas de ahorro

Los saldos de cajas de ahorro en moneda extranjera superiores a 3 mil dólares serán reprogramados, asimilando su tratamiento a un plazo fijo en moneda extranjera de similar importe. Hasta el 15 de febrero de 2002, el titular tendrá la opción de convertir los saldos de hasta 3 mil dólares a pesos a la paridad de \$1,40 por dólar estadounidense y transferirlos a cualquier cuenta en pesos que disponga el titular y que operará con las características establecidas para las cuentas en pesos.

Plazos fijos

Los plazos fijos en moneda extranjera se reprogramarán en la misma entidad financiera, de acuerdo con el siguiente calendario:

- Hasta 5000 dólares se cancelarán en 12 cuotas a partir de enero del 2003.
- Entre 5.000 y 10.000 dólares se cancelarán en 12 cuotas partir de marzo del 2003.
- Entre 10.000 y 30.000 dólares se cancelarán en 18 cuotas a partir de junio del 2003.
- Superiores a 30.000 dólares se cancelarán en 24 cuotas a partir de septiembre del 2003.

Estos depósitos devengarán una tasa de interés del 2% nominal anual sobre saldos, pagadera mensualmente a partir del mes de febrero del 2002.

Los retiros a que hacen referencia los puntos anteriores se computarán por titular y no por cuenta.

Nuevas imposiciones

Entre las nuevas medidas que dispondría el Gobierno figura la restricción a los nuevos depósitos en dólares. El proyecto que está en evaluación aclara que, en pesos, podrán concretarse depósitos en cuenta corriente, en caja de ahorro y en plazo fijo. En estos casos, por tratarse de operaciones nuevas la tasa de interés correspondiente a caja de ahorro y plazo fijo será libremente pactada entre las partes.

Ya no se podrán abrir nuevas cajas de ahorro, ni cuentas corrientes en dólares. En dólares sólo podrán concretarse depósitos a plazo fijo. La tasa de interés será libremente pactada. Pero estas nuevas colocaciones no estarán sujetas a ninguna restricción en cuanto a su disponibilidad. Estos nuevos depósitos tendrán que efectuarse en efectivo tanto en pesos como en dólares, o bien por transferencias de fondos ingresadas del exterior desde el 4 de diciembre del 2001.

Esto significaría que ya no se podrán hacer nuevos depósitos de dólares en las cajas

de ahorro o en las cuentas corrientes abiertas con anterioridad. Y que para hacer una colocación en dólares a plazo fijo, habrá que ir al banco con los billetes en dólares, puesto que no se podrán hacer transferencias de cuentas en pesos a dólares. Sólo estarían habilitadas las transferencias cuando se trate de fondos depositados fuera del país.

4. El caso de Ecuador

La crisis económica por la cual atravesó Ecuador, la cual llegó a su máximo nivel entre 1998 y 1999 es consecuencia de un conjunto de factores. Entre ellas se encuentran la liberalización de la “*Ley Bancaria*”, catástrofes naturales, la excesiva deuda pública y privada, la devaluación constante del Sucre respecto del dólar, el mal manejo de la política económica por parte del gobierno y la crisis financiera internacional entre otras.

La “*Ley de Instituciones Financieras*” dictada en 1994 permitió a los intermediarios financieros locales manejar con absoluta libertad la cartera de crédito, liberándolos de las normas y controles que hasta entonces ejercía el Estado, calificado como una “*represión financiera*”. Estas reformas, dieron origen a una enorme concentración del crédito en empresas vinculadas a los accionistas de los bancos (hasta por el 60% de la cartera), la desregularización de las tasas de interés, el aumento de las instituciones financieras y la creación de las agencias “*off shore*”, las cuáles fueron utilizadas para sacar capitales al exterior y facilitaron la evasión de impuestos. Además, esta medida provocó que la banca nacional no abriera sus puertas a la inversión extranjera, lo que impidió realizar alianzas estratégicas y fortalecer el sistema ⁹. Finalmente la medida adoptada al no ser legitimado judicialmente, permitió que tanto los accionistas como los dueños de los bancos, responsables de la actual crisis hayan logrado transferirle al Estado sus costos y deudas.

Las pérdidas por el fenómeno de “El Niño”, ascendieron a US\$ 2.869 millones, de acuerdo con un estudio de la CEPAL. Los agricultores de la costa fueron los más afectados, perdiendo sus fuentes de empleo y viéndose obligadas a abandonar sus hogares, 12.595 familias, de las que formaban parte 59.568 personas. En prevención y mitigación, se invirtieron US\$ 331 millones, financiados en su mayor parte con créditos y ayuda internacional (89% del total), mientras el Estado contribuyó con US\$ 67.2 millones. Sin embargo, esta catástrofe natural, no tuvo un impacto mayor sobre la crisis fiscal del Estado, ni sobre la magnitud que alcanzó el déficit de la balanza de pagos, ni aún sobre la magnitud de la inflación y recesión que afectaron la economía ecuatoriana. El mayor impacto sobre estas variables lo tuvo la crisis financiera internacional y la política económica del régimen para favorecer al capital financiero local e internacional.

Por otra parte, el conflicto bélico con el Perú en 1995, desencadenó excesivos gastos públicos que hicieron que el déficit fiscal aumentara. Como consecuencia de los altos gastos, la demanda de capital también aumento, los interés subieron, la inversión privada

⁹ ~~Esta medida se prolongaría al menos hasta noviembre del año 1998~~

se vio restringida (crowding out), y empresas ya endeudadas al tener costos adicionales, disminuyeron sus ganancias.

En 1994, hubo un “boom” del crédito. Tanto el Estado como los agentes privados comenzaron a endeudarse en dólares, a raíz de las reformas al sistema financiero, la liberalización financiera y el ingreso de capitales. Debido a esto, el crédito creció sobre el 80% nominal (60% real) llegando a la cifra de US\$ 15.099 millones en 1997. Sin embargo, esta tendencia se revirtió en 1998¹⁰. Además con la restricción del acceso a los mercados financieros internacionales mas los efectos acumulados de la situación económica del país y la caída internacional del precio del petróleo hasta US\$ 7,5 el barril acentuó aun mas la crisis fiscal. En relación a lo anterior, el excesivo peso de la deuda externa sobre el presupuesto del Estado, le ha impedido a éste realizar inversiones para favorecer la competitividad de los sectores productivos, cuyos costos de producción tendieron a aumentar a medida que se incrementaban los precios de los insumos, los cuáles habían sido aumentados a su vez, como una forma de financiar el creciente pago del servicio de la deuda externa. En una situación de déficit fiscal y de alta carga del servicio de la deuda, en octubre de 1999 el gobierno, sugerido por el FMI y el Tesoro Norteamericano decidió dejar de pagar los bonos Brady¹¹ que luego se extendió a los eurobonos y a la deuda privada. Sin embargo, Ecuador a diferencia de Argentina no cayó en “default” sobre la totalidad de su deuda pública.

El temor frente a la inminencia de una devaluación monetaria, por el deterioro de la balanza de pagos, hizo aumentar la demanda de divisas por parte de las empresas, bancos y público en general que habían adquirido deudas en moneda extranjera, ejerciendo presión sobre el tipo de cambio. A Diciembre de 1998, el 56% de la cartera de crédito de los Bancos Privados, correspondía a créditos en moneda extranjera, porcentaje sustancialmente superior al registrado en 1990, del 1.6% antes de las medidas de liberalización financiera impulsadas por el FMI.

Como se mencionó anteriormente, las reformas financieras dieron lugar a una situación de descontrol del sistema financiero por parte de las autoridades. Los intermediarios financieros canalizaron créditos en moneda extranjera a sus empresas vinculadas y en general al conjunto de agentes económicos, en crecientes proporciones, sin medir el riesgo de incumplimiento por parte de los deudores, frente a una eventual devaluación.

En esas condiciones, los accionistas de los bancos, tendieron a fortalecer la situación financiera de sus empresas, a costa de deteriorar la de los bancos, en la confianza de que estos últimos podían acceder a los créditos del Banco Central, en el marco de las disposiciones financieras vigentes.

La presión sobre el Banco Central, en demanda de crédito por parte de los bancos, aumentó desde Agosto de 1998, con el nuevo gobierno, en razón de que el “Filanbanco”, (uno de los bancos más grandes del país), se encontraba al borde de la quiebra, en julio del mismo año. El crédito interno neto del Banco Central al sistema financiero, se disparó,

¹⁰ El servicio de la deuda externa pública y privada, ascendían a US\$ 7.563 millones

¹¹ Estos títulos corresponden a la deuda compulsiva. Existen tres tipos de Bonos Brady: PAR, DISCOUNT, FRB

pasando de un valor negativo ¹², de 1.526.9 miles de millones de sucres el 31 de julio de 1998, a un valor positivo, de 4.873.9 miles de millones de sucres al 28 de febrero de 1999. El saldo del crédito interno neto del Banco Central al sistema financiero, alcanzó su punto máximo en febrero, en que se registró la devaluación monetaria.



Figura I. Crédito Neto del Banco Central al Sistema Financiero

Durante el primer trimestre de 1999, los bancos reportaron un aumento de sus utilidades, en particular derivadas de operaciones cambiarias, esto es de compra y venta de divisas ejerciendo una presión adicional sobre el tipo de cambio, en los momentos de crisis económica, obteniendo beneficios a costa de profundizarla.

Con las consecuentes intervenciones, el Banco Central perdió el 36% de la Reserva Monetaria Internacional (RMI), esto es 700 millones de dólares entre Julio de 1998 (1.951 millones de dólares) y Febrero de 1999 (1.250 millones de dólares).

Con el argumento de incrementar la recaudación fiscal, para financiar el creciente déficit fiscal, el nuevo gobierno liderado por Jamil Mahuad decidió eliminar el Impuesto a la Renta, y en su lugar colocar el ICC ¹³, que entró en vigencia, en forma paulatina a partir de Enero de 1999.

El impuesto a la circulación de capitales provocó el retiro de depósitos a la vista, del sistema bancario, tanto para evitar el pago del nuevo gravamen como por los mayores requerimientos de liquidez por parte de los agentes privados.

El retiro de depósitos agravó la situación de iliquidez del sistema bancario, además de alimentar la fuga de capitales, que ya se venía registrando, frente a la percepción del

¹² Lo que quiere decir que los depósitos en el Banco Central son superiores a los créditos

¹³ Impuesto a la Circulación de Capitales

riesgo de devaluación.

En esas condiciones, el Banco Central abandonó el sistema de bandas cambiarias, el 12 de febrero de 1999, dejando flotar el tipo de cambio, el cual en el transcurso de los dos primeros días posteriores a la medida, llegó a 18 mil sucres por dólares ¹⁴ (devaluación del 150% frente a la cotización anterior a la medida).

Los precios de los bienes y servicios siguieron al dólar, e incluso lo superaron, duplicándose e incluso triplicándose ¹⁵. El riesgo de hiperinflación era inminente así como la de hiperdevaluación por la desproporción existente entre la restringida disponibilidad de divisas en la economía nacional y la creciente demanda de estas. En la práctica, la hiperinflación como horizonte económico y salida a la crisis fue una estrategia seguida por el sistema financiero y sobre todo, por los bancos en manos del Estado. Los ataques a la divisa por parte del sector financiero tenían como objetivo, aprovisionarse de dólares, generar un proceso de deterioro del sucre y licuar las deudas del sistema financiero.

En esas condiciones, el gobierno decretó un feriado bancario por una semana, para impedir que continúe el retiro de depósitos y la consecuente quiebra de algunos bancos, frente al agotamiento de las reservas en el Banco Central. Consecuentemente, en Abril de 1999, se decretó el congelamiento de depósitos en el sistema bancario, en diferentes proporciones para diferentes tipos de depósitos, excepto para cuentas inferiores a 500 dólares. Además se concedió una extensión del plazo de los créditos por el mismo tiempo de un año adicional. El congelamiento de los depósitos que pretendió evitar la caída de la reserva internacional y el inicio de un periodo de hiperinflación; debilitó la credibilidad del sistema financiero y originó una fuga de depósitos cercana al 43% entre enero de 1998 y diciembre de 1999.

La cotización del dólar cayó hasta ubicarse en alrededor de 9.000 sucres, frente a la ausencia de demanda por parte de los agentes económicos, desprovistos de sus ahorros y de su capital de trabajo. Los precios de los bienes y servicios también cayeron, sin retornar sin embargo a su nivel anterior a este episodio. El congelamiento de depósitos, provocó en consecuencia, una profunda recesión económica, reemplazando la hiper-recesión a la inminente hiperinflación que la propia política económica se había encargado de estimular. Las elevadas tasas de interés, combinadas con la devaluación, inflación, y congelamiento de depósitos precipitaron una profunda recesión, con quiebras empresariales y aumento del desempleo. La tasa de desempleo a mayo de 1999 era del 18.1% que corresponde a 643 mil desempleados, mientras que la tasa de subempleo era del 54.4% correspondiente a 1 millón 930 mil personas. Sin embargo, durante el año 1999 la cotización del dólar volvió a subir hasta llegar a un máximo de 21.000 sucres por dólar. En las dos primeras semanas del año 2000, esta continuó en alza, lo que llevó a que el 10 de enero del 2000 el Gobierno Nacional, anunciara la implantación del esquema monetario de "dolarización", aplicando una cotización de conversión de 25.000 sucres por dólar.

Por otro lado, es importante mencionar que a finales de 1998 el Estado creó la

¹⁴ Fuente: "Diario El Universo" de Ecuador.

¹⁵ En agosto de 1999 la tasa de inflación alcanzó en promedio el 55.3%.

Agencia de Garantía de Depósitos (AGD), cuyo objetivo era de servir de garantía de los depósitos y la administración de los bancos amenazados de quebrar o ya quebrados. Sin embargo, la creación de la AGD resultó contraproducente, incentivando el retiro de los depósitos y la mayor fuga de capitales al crear desconfianza entre las personas.

Por lo tanto, podemos concluir que el mal manejo de la política económica aplicada a partir de agosto de 1998 bajo el mandato del nuevo gobierno, agravó la crisis en perjuicio de la mayoría de la población ecuatoriana, buscando favorecer al capital financiero local e internacional. Los grandes beneficiarios de la política económica han sido los banqueros locales y los acreedores externos, razón por la que éstos cuentan con el apoyo del Fondo Monetario Internacional que representa a los acreedores externos y a los banqueros locales.

La crisis financiera internacional, dio lugar a una pérdida de ingresos por alrededor de US\$ 1.700 millones. Esto fue resultado del deterioro de la balanza comercial por US\$ 1.538 millones mas la restricción de Ecuador del acceso a los mercados financieros internacionales, que dio lugar a transferencias por deuda externa por US\$ 167 millones en los dos últimos trimestres de 1998. La balanza comercial se deterioró, tanto por la caída de los ingresos por exportaciones como por el aumento de las importaciones. A la pérdida de ingresos por exportaciones petroleras, en el transcurso de 1998 (por 632 millones de dólares), asociadas básicamente a la caída de los precios del petróleo, se sumó la pérdida de ingresos por exportaciones del resto de los productos tanto tradicionales como no tradicionales. Frente al alto déficit en la balanza comercial se hizo necesario compensarlo con un mayor ingreso de capitales. Sin embargo, esto no fue posible (al tener Ecuador restringido su acceso a los mercados mundiales), lo que acentuó aun más la necesidad de un crédito cada vez en aumento.

III. Estructura del Mercado de ADRs

Los ADRs son instrumentos financieros que se transan en las Bolsas de Valores norteamericanas y que representan una cantidad específica de acciones de una empresa, bonos u otro instrumento financiero emitido por una empresa, no norteamericana, cuyos propietarios son de un país diferente y físicamente ubicados fuera de EEUU.

1. Definición

Según la definición entregada por la Superintendencia de Valores y Seguros, en la circular N° 951, los ADRs ¹⁶ son certificados negociables emitidos por un banco de Estados Unidos (Banco Depositario), que representan propiedad del tenedor de dichos registros, sobre acciones emitidas por sociedades emisoras inscritas en el registro de Valores que lleva la Superintendencia, depositados en el banco depositario.

Este banco depositario ayudará en el proceso de establecimiento y emisión del programa de ADR, tendrá registro de los tenedores de acciones, proporcionará atención a los tenedores de ADR, emitirá y transferirá los ADRs.

Cada uno de estos certificados que tendrá el banco depositario, representarán una determinada cantidad de títulos de un emisor nacional, los cuales son depositados como

¹⁶ American Depositary Receipts

respaldo, en custodia, en un banco nacional, por lo que los ADRs y las acciones son prácticamente perfectos sustitutos si se ajusta por costos de transacción. Estos certificados están registrados en la SEC ¹⁷, son transados y pagan dividendos en dólares.

En el proceso de generación y colocación de ADRs intervienen:

- El banco custodio: encargado de mantener en su cuenta los títulos de la empresa emisora que auspicia los ADRs.
- El banco depositario: encargado del proceso de establecimiento y emisión del programa de ADR, llevar los registros y proporcionar atención a los tenedores de acciones.
- El emisor nacional: tendrá la responsabilidad de garantizar y respaldar la existencia de los títulos locales a los inversionistas extranjeros.
- La SEC: registrara los ADRs para su oferta publica y venta en el mercado de valores de Estados Unidos.
- Los corredores de bolsa estadounidenses o bancos de inversiones: son los intermediarios usados para colocar los ADRs en el mercado estadounidense.
- Asesores legales externos en Estados Unidos y en Argentina: verifican que se cumplan todas las exigencias requeridas en ambos países.

2. Arbitraje entre las bolsas

Por ser el mecanismo de los ADRs un proceso que involucra transferencias de recursos entre dos mercados, geográficamente diferentes se espera que se produzcan ajustes en los precios de los dos títulos transados, así el precio de los ADRs en los EEUU deben estar correlacionados con el precio del instrumento bursátil subyacente en el mercado local. Por otro lado, existen traspasos de recursos de un mercado a otro que pueden ser motivados por oferta y demanda de ambos títulos en ambos mercados, presentándose las siguientes situaciones:

Exista una alta demanda de títulos subyacentes (acciones, bonos u otro) en el mercado de la empresa emisora. Esta situación puede llevar al inversionista norteamericano a liquidar los ADRs que posea en su propio mercado y transformarlos en acciones y posteriormente venderlo en la Bolsa local, liquidando los pesos nacionales que recibió y remesándolos a EEUU en dólares. Este es el proceso conocido como “los flujos de regreso” (flowback). 1.

Los ADRs se hacen mas caros con respecto a los instrumentos financieros (acciones, bonos u otro) lo que puede llevar al inversionista a cambiar los ADRs por los títulos 2.

¹⁷ Security and Exchange Commission

subyacentes, vendiéndolos en el mercado local, y transformando los pesos locales en dólares y llevándolos al país de origen.

Exista una caída en los precios de los instrumentos subyacentes en el mercado local, entonces el inversionista extranjero compre directamente el instrumento financiero para posteriormente depositarlos en el Banco Custodio y canjearlos por los ADRs transables en el mercado externo. Esta operación denominada “afuente” (inflow) permite realizar el proceso de arbitraje, ya que al comprar las acciones baratas en Chile y canjearlas por ADRs en EEUU puede lograr ganancias, hasta conseguir el equilibrio entre las rentabilidades de ambos títulos.

3. Beneficios y desventajas de organizar un programa de ADRs

Los beneficios para la empresa emisora son:

- Aseguran el continuo flujo de inversiones a través de la compra directa y plan de reinversión de dividendos.
- Ofrece una nueva entrada para obtener capital, a menudo a costos altamente competitivos.
- Incrementa la liquidez en Estados Unidos por medio de nuevos inversionistas
- Mejora la visibilidad, estatus y perfil de una compañía en los inversionistas, consumidores y clientes en Estados Unidos y otros países.
- Desarrolla e incrementa el cubrimiento de las investigaciones en Estados Unidos.
- Facilita la creación de una moneda corriente por medio de un swap accionario.
- Permite y facilita el proceso de valoración de empresas ya que al cotizar en mercados internacionales (especialmente el norteamericano), permite determinar de mejor forma cual es el verdadero precio de las acciones frente a un mercado que se acerca de mejor forma al concepto de mercados eficientes.

Los beneficios para el inversionista son:

- Permite comercializar fácilmente y conveniente en dólares americanos, eliminando riesgo de tipo de cambio.
- Facilita la diversificación para los inversionistas extranjeros.
- Crean amplia accesibilidad de precios, información de comercialización e investigación.
- Representa una forma de prever una exposición internacional para inversionistas institucionales, como fondos mutuos o fondos de pensiones, los cuales están restringidos para invertir en inversiones realizadas fuera de Estados Unidos.

- Elimina los costos de custodia globales, ahorrando hasta 35 puntos bases por año.
- Proveen pagos de dividendos en dólares americanos y acciones corporativas; ej.: derechos de accionistas, reuniones de accionistas, intercambio de oferta, etc.
- El periodo de liquidación de las operaciones para ADRs es mas corto que el caso de algunas acciones extranjeras que se cotizan e introducen directamente al mercado norteamericano.

La desventaja para la empresa emisora es:

- Los costos de colocación y administración de ADRs son generalmente mas alto que las emisiones de acciones en el mercado local. Esto se debe a la existencia de mayores intermediarios en las operaciones así como a los mayores costos que implica dar a conocer los antecedentes de las empresas locales en los mercados externos.

Las desventajas para el inversionista son:

- La principal limitación es la relativa limitada liquidez de los ADRs, lo que ha sido contrarrestado en parte debido a que estas operaciones se han expandido y han llegado a ser aceptadas a tasas crecientes de transacción.
- Para el caso de empresas norteamericanas que desean considerar en sus portfolios acciones de empresas extranjeras, hay que señalar que los ADRs no son normalmente la parte cuantitativamente mas importante de la capitalización de la empresa y, por otro lado que están en desventaja frente a las acciones comunes y preferentes.

4. Tipos de ADRs

Existen dos tipos de ADRs, los auspiciados y los no auspiciados.

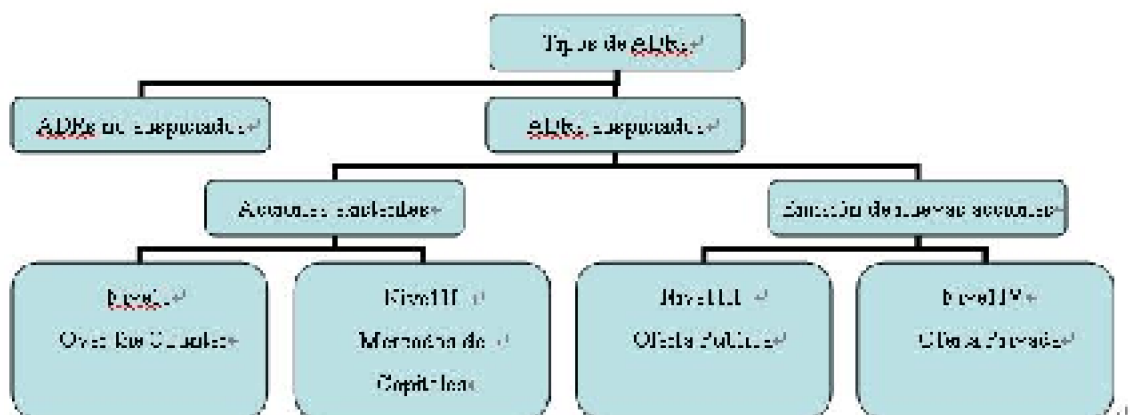


Figura II. Clasificación de ADRs

ADRs no auspiciados:

Este tipo de programa surgió por demanda de los inversionistas y se efectúa sin la autorización formal de la empresa. Este consiste en que un inversionista toma una cierta cantidad de acciones extranjeras que están en circulación y las emite en el mercado extranjero.

En el año 1983, la SEC determinó que todos los programas nuevos debían ser auspiciados, por lo cual este tipo de ADRs ya no se efectúa en los mercados de capitales.

ADRs auspiciados:

Este tipo de programa se efectúa con la autorización de la empresa emisora de las acciones, la cual nombra un banco depositario el que ayudara en el proceso de establecimiento y emisión del programa de ADR.

Existen 4 niveles mediante el cual puede ser emitido este tipo de programa, dependiendo de la complejidad del mercado de capitales, de los requerimientos de información y costo que se deba cumplir.

Nivel I:

Este método es el más sencillo de todos porque no debe cumplir con los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados en Estados Unidos (GAPP), ni tampoco debe cumplir con algunas regulaciones de la SEC.

Estos certificados llamados “pink sheets”, utilizan acciones ya existentes las cuales son transadas en el mercado secundario (over the counter o OTC) de Estados Unidos y en algunas bolsas extranjeras. A pesar de no cumplir con ciertas regulaciones de la SEC, la empresa emisora debe cumplir con los estándares del país origen, entregar 3 años de balances y otra información mínima requerida por la SEC.

La mayoría de los programas de ADR auspiciados usan este método debido a la mayor facilidad, menor necesidad de entregar información y recursos (aproximadamente US\$25.000).

Nivel II:

Los ADRs en este nivel, transan en las bolsas estadounidenses (NASDAQ, AMEX O NYSE) y en otras bolsas al exterior de los Estados Unidos, y corresponden a empresas que buscan una mayor liquidez y reconocimiento de los inversionistas. Al igual que el primer nivel, también utiliza acciones existentes, sin embargo, al transarse en estos mercados se les exige mayor información y cumplimiento con los estándares contables del GAAP de Estados Unidos, reportar trimestralmente y cumplir con los requerimientos de la bolsa en la cual se transaran, lo que se traducirá en mayores costos en el proceso de emisión (aproximadamente entre US\$ 200.000-US\$ 700.000).

Hasta ahora hemos hablado de las emisiones de ADRs públicas con acciones existentes, sin embargo, también se pueden realizar ofertas de nuevas acciones en forma pública o privada, los cuales constituyen los niveles III y IV respectivamente.

Nivel III:

En este tipo de programa es posible emitir nuevo capital en una oferta pública en los mercados del NASDAQ, NYSE o AMEX en los Estados Unidos. Debido a que la empresa en este nivel debe cumplir con mayores requerimientos del GAPP, la SEC y la bolsa correspondiente, los costos serán más elevados que los otros 3 niveles, bordeando desde US\$ 250.000 hasta US\$ 2.000.000

Ventajas

- Los listados proveen mejores oportunidades para ampliar y diversificar la base de las emisiones de los inversionistas estadounidenses.
- Apoya a la evaluación a través de un compromiso de alta calidad de la información sobre accionistas y entregando una mayor transparencia.
- Estimula el estatus de la compañía entre analistas, inversionistas y medios de comunicación.
- Incrementa la flexibilidad financiera de las corporaciones.
- Permite disponer de circulante para adquisiciones potenciales o fusiones.
- Permite un mayor acceso al mercado de los bonos públicos de EEUU.

Desventajas

- Requiere entregar información detallada a la SEC, entre los cuales destaca el estatuto de registro de ADRs, prospecto de información para potenciales inversionistas sobre lo que se esta invirtiendo y los riesgos del negocio.
- Debe entregar formulario de declaración, listado anual detallado con Estados financieros y de Consolidación Financiera de acuerdo con las exigencias del GAPP.
- Continuos costos administrativos y legales.

Nivel IV:

Este nivel es usado por las empresas que requieren levantar nuevo capital, ofreciendo privadamente (Private Placement) certificados de depósitos a grandes inversionistas institucionales calificados, los cuales no tendrán restricciones de tiempo de tenencia.

Este tipo de ADRs son llamados RADR (ADRs bajo la regla 144-A) y se transan en PORTAL. Este tipo de programa surgió en abril de 1990 cuando la SEC con el fin de aumentar la liquidez de las colocaciones privadas estableció una excepción legal en la regla 144-A, que permitía transar Ofertas Publicas sin la obligación de cumplir con todas las exigencias de la SEC y del GAPP. A pesar de lo anterior, este mercado sigue siendo ilíquido.

Como consecuencia, de la menor información que se debe entregar, los costos son menores al efectuar una emisión privada que pública (entre US\$ 250.000 y US\$ 500.000).

IV. Metodología, Modelos y Datos

En el presente estudio, se utilizaron como datos las cotizaciones semanales¹⁸ de ADRs argentinos que transaron en el mercado del NYSE¹⁹ durante el período que comprende del 11 de enero de 1999 al 30 de Junio del 2003. Los precios de los ADRs fueron deflactados al tipo de cambio nominal correspondiente a la semana de cotización, con lo cuál se obtuvo una cifra aproximada del precio de cierre de cada acción listada en el Merval, en pesos argentinos.

La muestra empleada para probar la hipótesis en estudio esta compuesta por los retornos semanales de 6 acciones que tienen sus ADRs transándose en EE.UU. Se tomará como referencia del mercado de valores el NYSE composite index, ya que la totalidad de los ADRs de la muestra seleccionada transan en ese mercado. Estas son: Inversiones y Representaciones S.A. (IRSA), BBVA Banco Francés S.A. (BFR), Telecom Argentina STET-France (TEO), Telefónica de Argentina S.A (TAR), Transportadora de Gas Sur (TGS) y por Repsol-YPF (YPF). A cada una de estas acciones se le calculó su retorno mediante la siguiente fórmula:

¹⁸ Los precios obtenidos fueron en dólares

¹⁹ New York Stock Exchange

$$(1) R_{i,t} = \frac{(P_{i,t} - P_{i,t-1})}{P_{i,t}}$$

Donde:

$R_{i,t}$ = Retorno de la acción i en el periodo t

$P_{i,t}$ = Precio de la acción i en el periodo t

$P_{i,t-1}$ = Precio de la acción i en el periodo t-1

La fecha de emisión internacional de estas acciones se encuentran en el Anexo1. Posteriormente, una vez obtenido el retorno semanal de cada acción, se estimó el retorno semanal promedio del portfolio compuesto por estas acciones, dándole la misma ponderación a cada una de las 6 acciones.

El primer modelo utilizado en nuestra investigación es el siguiente:

$$(2) R_t = \alpha_0 + \alpha_1 R_{t-1} + \varepsilon_t$$

R_t = Retorno del potfolio en la semana t

R_{t-1} = Retorno del potfolio en la semana t-1

ε_t = Error en las estimaciones de modelo en la semana t

Utilizando la ecuación (2), se realizó el test de Chow para verificar la existencia de un cambio estructural y para establecer la estabilidad de los coeficientes. Es probable que la relación entre la variable R_t y la variable explicativa haya cambiado entre el período previo y posterior al “corralito”, por lo que se decidió contrastar la hipótesis nula de constancia en los parámetros.

Por lo tanto, se subdividió la muestra en dos subperíodos²⁰. Se tomó como punto de quiebre estructural la semana del 3 de diciembre del 2001, ya que a partir de esa semana se decretó el “*corralito*”, desencadenando así la obtención de divisas a través de la venta de ADRs en el extranjero. Cabe aclarar que fijamos la semana del 3 de diciembre del 2001, como momento para el cambio estructural, pero éste fue un proceso dinámico cuyos efectos se extendieron a través del tiempo.

Para ilustrar el test de Chow tenemos que la función de retornos para los dos períodos son los siguientes:

²⁰ 1° periodo, la semana del 11 de enero de 1999 al 3 de diciembre del 2001 y el 2° periodo, la semana del 10 de diciembre del 2001 al 30 de junio del 2003

Periodo pre-corrallito : $R_t = \alpha_0 + \alpha_1 R_{t-1} + \mu_{1t}$ (a.1)

$$t = 1, 2, \dots, \eta_1$$

Periodo post-corrallito: $R_t = \beta_0 + \beta_1 R_{t-1} + \mu_{2t}$ (a.2)

$$t = 1, 2, \dots, \eta_2$$

donde, R_t es el retorno de portfolio, R_{t-1} es el retorno rezagado en un periodo, los μ son los términos de perturbación en las dos ecuaciones y η_1 y η_2 son el número de observaciones en los dos periodos. En caso de no existir cambio estructural (es decir, haya estabilidad estructural) se pueden combinar ambas observaciones y estimar la función de retorno como:

$$R_t = \lambda_1 + \lambda_2 R_{t-1} + \mu_t$$
 (a.3)

Los supuestos en los cuáles se basa este test son:

(1) $\mu_{1t} \sim N(0, \sigma^2)$ y $\mu_{2t} \sim N(0, \sigma^2)$

es decir, los dos términos de error están normalmente distribuidos con la misma varianza (homocedástica) σ^2 y

(2) μ_{1t} y μ_{2t} están distribuidos independientemente

Con los supuestos establecidos, la prueba de Chow se realiza de la siguiente manera:

(i) Combinando todas las observaciones η_1 y η_2 , se estima la ecuación (a.3) y se obtiene su suma residual al cuadrado (SRC), es decir, S_1 con g de l = $(\eta_1 + \eta_2 - k)$, donde k es el número de parámetros estimados.

(ii) Estimar (a.1) y (a.2) individualmente y obtener sus SRC, es decir S_1 y S_2 con g de l = $(\eta_1 - k)$ y $(\eta_2 - k)$, respectivamente. Luego sumamos los dos SRC, es decir, $S_4 = S_2 + S_3$ con g de l = $(\eta_1 + \eta_2 - 2k)$.

(iii) Obtenemos $S_5 = S_1 - S_4$

(iv) Aplicando la prueba F:

$$F = \frac{S_5 / k}{S_4 / (\eta_1 + \eta_2 - 2k)} \quad (a.4)$$

con g de $l = (k, \eta_1 + \eta_2 - 2k)$. Si la F calculada en (a.4) excede el valor crítico, rechazamos la hipótesis de estabilidad estructural.

Para ser más riguroso en nuestro análisis, se estudiará un segundo modelo sugerido por Howe & Madura (1990) para el caso argentino. Con el fin de determinar la validez de nuestra hipótesis se analizará el coeficiente del retorno del mercado argentino²¹, donde el cambio significativo de este coeficiente indicará la invalidez de la hipótesis nula. En particular, se estimará la ecuación (3), la que tiene por objeto capturar el cambio en el retorno del portfolio en la fecha posterior al congelamiento de los depósitos. La ecuación a estimar es:

$$(3) \quad R_{p,t} = a_0 + a_1 R_{merval,t} + \varepsilon_p$$

donde, $R_{p,t}$ es el retorno del portfolio de acciones p en el momento t . $R_{merval,t}$ es el retorno del índice Merval en el momento t . La hipótesis nula en este caso es el cambio neutral sobre el parámetro que acompaña al retorno del mercado argentino entre los periodos anterior y posterior al "corralito".

Además, se incluye otro modelo para probar nuestra hipótesis, donde se utiliza el mismo modelo anterior, pero ampliada por medio de una variable dummy.

$$(4) \quad R_{p,t} = a_2 + a_3 R_{merval,t} + a_4 D + \varepsilon_p$$

Al igual que en el modelo anterior, $R_{p,t}$ es el retorno del portfolio de acciones p en el momento t . $R_{merval,t}$ es el retorno del índice Merval en el momento t , y D es una variable dummy que toma el valor cero para el periodo pre congelamiento de los depósitos bancarios y uno en el período post congelamiento. Este modelo indicará un cambio en el comportamiento del retorno del portfolio, frente a la emisión de ADRs, en la medida en que el coeficiente de la variable dummy sea positivo y significativo en términos estadísticos.

²¹ La bolsa señalada se refiere al Merval

V. Resultados

En el primer cuadro de la tabla I se entregan los resultados del test de quiebre estructural para el primer modelo.

Tabla I. Test de Cambio Estructural (Fecha:03/12/2001)

<i>F-stadistic</i>	1.760609	Probability	0.174259
Log likelihood ratio	3.555474	Probability	0.169020

Coefficientes del retorno semanal del portafolio de acciones rezagado un período

	$a_{1\ pre}$	$R^2_{\ pre}$	$a_{1\ post}$	$R^2_{\ post}$
Portfolio	0,00922 (0,1123)	0,00009	0,29652 (2,7596)	0,0879

Coefficientes del retorno semanal del portafolio de acciones con respecto al mercado argentino

	$a_{1\ pre}$	$R^2_{\ pre}$	$a_{1\ post}$	$R^2_{\ post}$
Portfolio	0.635353 (14.807)	0.595388	0.225147 (1.254)	0.019259

Coefficientes del retorno semanal para el modelo de regresión lineal estimado para todo el período

	a_2	a_3	a_4
Portfolio	-0.009337 (-1.268)	0.456259 (6.016)	0.005275 (0.578)

Los valores en paréntesis son los estadísticos-t

Como podemos observar, el test arrojó un valor de 1.77 para (2,230) grados de libertad. Al comparar este valor con el F crítico para (2, ∞) grados de libertad cuyo valor es de 3.00 no podemos rechazar la hipótesis nula de ausencia de cambio estructural con un 95% de confianza. Esto nos lleva a comprobar que el modelo que explica el retorno del portfolio de acciones que cotizan en el índice Merval antes y después del “corralito” no ha sufrido cambios en los parámetros como consecuencia de la venta de ADRs en el mercado estadounidense.

En el segundo recuadro, se muestran los valores obtenidos de los parámetros que indican la relación entre el retorno del portfolio de acciones escogidos con el retorno del mismo pero rezagado un período (una semana). Los resultados obtenidos indican que para el período post emisión, el valor del parámetro es mayor, lo que quiere decir que el efecto de los retornos rezagado es mayor para la fecha posterior a la emisión siendo además estadísticamente significativo. Sin embargo, en ambos períodos el R^2 es relativamente bajo, lo que nos muestra que las variaciones en los retornos del portfolio de acciones rezagado no tiene un efecto significativo sobre las variaciones en los retornos del portfolio del período

Otro modelo calculado fue construido a partir de uno de los modelos propuestos por Howe y Madura (1990), descrito en la ecuación (3), para identificar el impacto en los retornos frente al listado internacional, pero tomando como portfolio de mercado el Merval.

En el tercer cuadro de la tabla I, los resultados dan a conocer la influencia que tiene el mercado argentino sobre el portfolio compuesto con las acciones locales. Este señala que en el período post emisión, los parámetros son menores, lo que quiere decir que el efecto del mercado argentino en los retornos del portfolio de acciones, es menor que antes de la emisión, siendo estadísticamente no significativo. En el período antes de la emisión de ADRs (antes del “corralito”), el R^2 obtenido es relativamente alto, lo que quiere decir que las variaciones en los retornos del portfolio de acciones son bien explicados por el modelo de la regresión. Sin embargo, el R^2 obtenido en el periodo post-emisión (post “corralito”), es relativamente menor, lo que nos indica que el mercado argentino no tiene un efecto significativo sobre los retornos del portfolio de acciones.

El modelo anterior fue ampliado al incluir una variable dummy, que captura el efecto de la emisión de ADRs en el periodo post-corralito. La hipótesis del cambio en los retornos del portfolio se verifica en la significancia estadística de la variable dummy que corresponde al parámetro α_4 en la ecuación (4).

De acuerdo al cuarto cuadro de la Tabla I, al analizar el portfolio de acciones doblemente listados, este nos indica que la variable dummy es positiva pero estadísticamente no significativa. Esto quiere decir, que después de la emisión de ADRs en el período post-corralito, no se encontraron efectos significativos en el retorno del

portfolio con lo que la volatilidad de éste se mantuvo estable.

VI. Conclusiones

Los resultados obtenidos anteriormente, señalan que el aumento de emisión de los ADRs argentinos en el período posterior a la imposición del “corralito”, como una forma obtener capital para las empresas que operaban en Argentina no trajo como consecuencia un aumento en el retorno del portfolio conformado con las acciones que se transaban en el Merval.

Lo anterior, ratifica los estudios realizados en el tema, en el sentido de que mercados como Argentina que se encuentran altamente integrados con el mercado estadounidense, la información disponible para los inversionistas antes y después de la emisión es bastante similar por lo que la falta de efectos en los retornos se puede atribuir en cierta forma a la gran cantidad de información disponible en los mercados.

Por otro lado, como pudimos comprobar mediante la ecuación (3), el parámetro que acompaña al retorno del índice Merval disminuye en el período posterior al “corralito”, siendo además no significativo. Esto da a entender que el aumento del índice Merval registrado en la fecha después del “*corralito*”²² no fue causado por un aumento de la demanda de ADRs.

Además, comprobamos mediante el test de Chow que el modelo que explica los retornos del portfolio de acciones que se transan como ADRs, antes y después del corralito no ha sufrido cambios significativos en los parámetros, lo que evidencia la no existencia de quiebres estructurales en los retornos en la fecha posterior al

²² Específicamente en el mes de diciembre del año 2001

congelamiento de los depósitos bancarios.

Por lo tanto, podemos señalar que la venta de ADRs por parte de las empresas argentinas que tenían congelados sus cuentas bancarias en la fecha posterior al “corralito”, no explica el aumento registrado en el índice Merval y que posiblemente el incremento registrado en el mes de diciembre del 2001, sea consecuencia de la postura que toman los inversionistas que buscan refugio en papeles fuertes y de buena liquidez, ante el temor de que el gobierno devalue la moneda y sus depósitos se vean afectados.

VII. Bibliografías

- Andreou E., Ghysels E. (2001)**, “Detecting Multiple Breaks in Financial Market Volatility Dynamics”. Working papers, University of Cyprus.
- Bai, J., P. Perron (1998)**, “Estimating and testing linear models with multiple structural breaks”, *Econometrica*, 66, 1,47-78.
- Bash M. C Bundeovich ,(1994)**, “Volatilidad y Eficiencia en el Mercado Accionario: Evidencia para el caso chileno”. *Cuadernos de economía*,32, 59-85.
- Calcagno A., S. Manuelito (2001)**, “La convertibilidad Argentina: un antecedente relevante para la dolarización en Ecuador”. *Serie de estudios estadísticos y prospectivos CEPAL*, N° 15.
- Canavese A. (2001)**, “Convertibilidad en Argentina: Funcionamiento de una Caja de Conversión anclada al Dólar”. Instituto de Economía Internacional, Universidad de Valencia.
- Cavallo F. (2002)**, “La tragedia Argentina”. National Bureau of Economic Research, Harvard.
- Choueiri N., Kaminsky G. (1999)**, “Has the Nature of Crisis Changed? A Quarter of Century of Currency Crisis in Argentina”. Fondo Monetario Internacional.
- Ediciones periódicas** varias de “El Mercurio”, “La Estrategia” y el “Diario Financiero” de Chile, “La Nación” y “El Clarín” de Argentina.
- Engle, R.F. (2001)**,. “Financialeconometrics-A new discipline with new methods”.

Journal of Econometrics, 100, 53-56.

Espinoza R. (2000), “La crisis económica financiera ecuatoriana de finales de siglo y la dolarización”. *Documento de trabajo*, Universidad Andina Simón Bolívar, Ecuador.

Fuenzalida C., Nash J. (2000), “ ADRs argentinos: impacto de la emisión en retorno y varianza sobre el activo subyacente”. Seminario para optar al título de Ing. Comercial, Univ. de Chile.

García F. (1999), “El impacto del anuncio de emisión de ADRs en los retornos del activo subyacente: el caso chileno”. Seminario para optar al título de Ing. Comercial, Univ. de Chile.

García R., E. Ghysels (1998), “Structural change and asset pricing in emerging markets”. *Journal of International Money and Finance*, 17, 455-473.

Howe C., J. Madura (1990), “The Impact of International Listing on Risk: Implications for Capital Markets Integrations”. *Journal of Banking and Finance* 14, 1133-1142.

Jayaraman N., Shastri K., y Tandon K. (1993), “The impact of international cross listings on risk and return: the evidence from American Depositary Receipts”. *Journal of banking and finance* 17, 91-103.

Núñez C. (2000), “ Listado dual. Efectos en retornos del activo subyacente: evidencia para los ADRs chilenos”. Seminario para optar al título de Ing. Comercial, Univ. de Chile.

Parisi F. (1996), “The ADR Market and the effects of ADR Issue on the Underlying Security; a survey”. *Estudios de Administración* 3 N°1, 1996, 97-120.

Parisi F. (1997), “Los ADRs Chilenos y sus implicancias en precio y varianza en sus activos subyacentes.” *Cuadernos de Economía*, Año 34, N° 102, 217-236.

Pastor, L. R. F. Stambaugh (2001), “Equity premium and structural breaks”. *Journal of finance*, 56, 1207-1239.

Ploberger W., W. Kramer (1986), “On studentizing a test for structural change”. *Economic Letters*, 20, 341-344.

Schuler K. (2003), “¿Qué sucedió en Argentina?”. *Cato Policy Analysis*, N° 445, Fixing Argentina.

Stiglitz J. (2002), “Las lecciones de Argentina”. *Artículo de prensa*, diario “El País”, España.

Anexo 1

ADRs Argentinos

Empresas	Símbolo	Mercado Transado	Fecha de Emisión
BBVA Banco Francés	BFR	NYSE	24/Nov/1993
Cresud Inc	CRESY	NASDAQ	19/Mar/1997
IRSA S.A.	IRS	NYSE	20/Dic/1994
MetroGAS S.A	MGS	NYSE	17/Nov/1994
Nortel Inversora S.A	NTL	NYSE	18/Jun/1997
Quilmes Industrial S.A.	LQU	NYSE	28/Mar/1996
Telefónica de Argentina	TAR	NYSE	08/Mar/1994
Telecom Argentina	TEO	NYSE	09/Dic/1994
Trans. Gas del Sur	TGS	NYSE	17/Nov/1994
YPF S.A.	YPF	NYSE	29/Jun/1993
Grupo Financ. Galicia	GGAL	NASDAQ	25/Jul/2000
Perez Companc.	PC	NYSE	25/Jul/2000
Tenaris S.A.	TS	NYSE	17/Dic/2002
Alto Palermo S.A.	APSA	NASDAQ	15/Nov/2000

Anexo 2

Evolución de Retornos por Acción (Periodo: 11/Ene/1999 al 30/Jun/2003)

IRSA S.A.

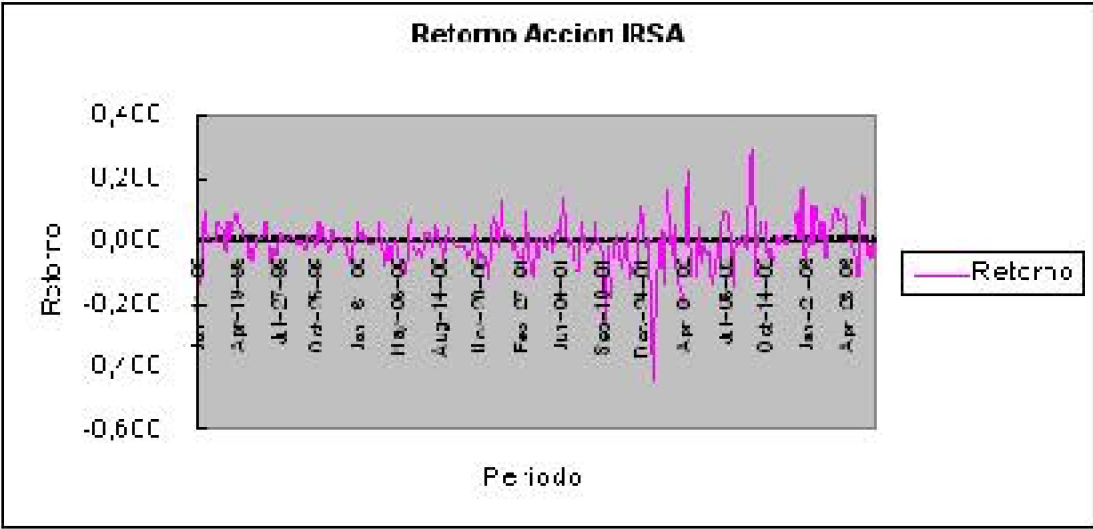


Figura III. Evolución de retornos por acción; IRSA S.A. (Periodo: 11/Ene/1999 al 30/Jun/2003)

BBVA Banco Francés

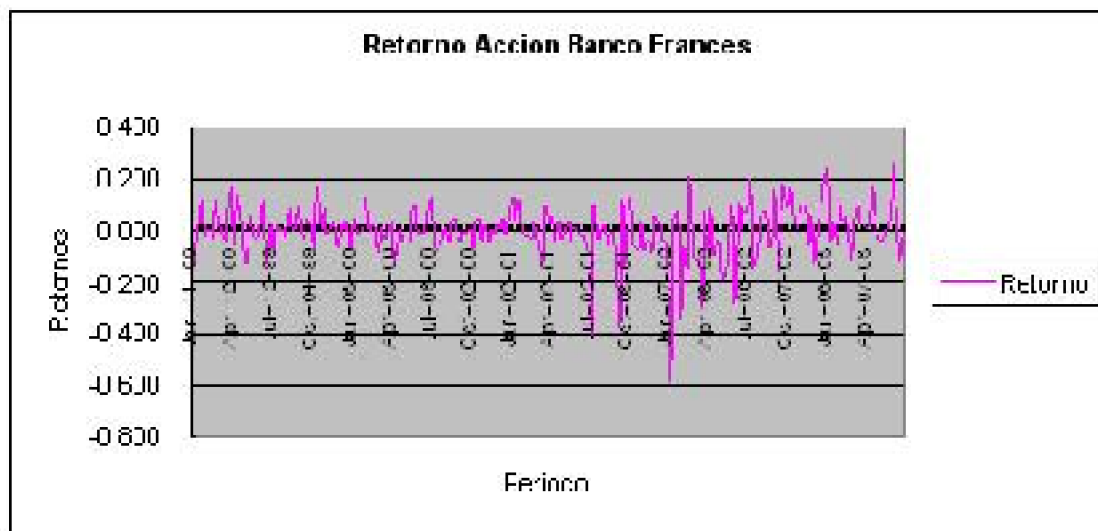


Figura IV. Evolución de retornos por acción; BBVA Banco Francés (Periodo: 11/Ene/1999 al 30/Jun/2003)

Transportador Gas del Sur

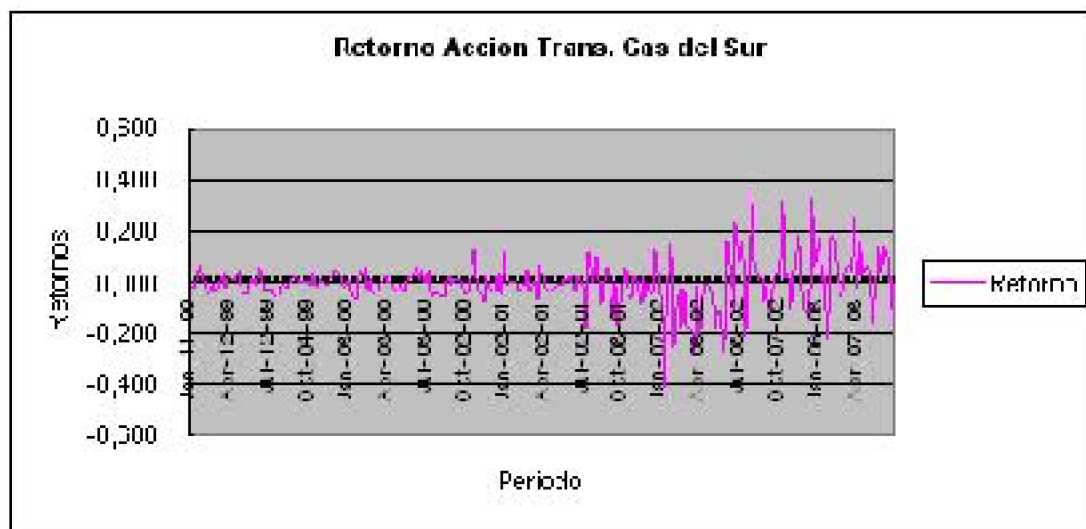


Figura V. Evolución de retornos por acción; Transportador Gas del Sur (Periodo: 11/Ene/1999 al 30/Jun/2003)

YPF S.A.

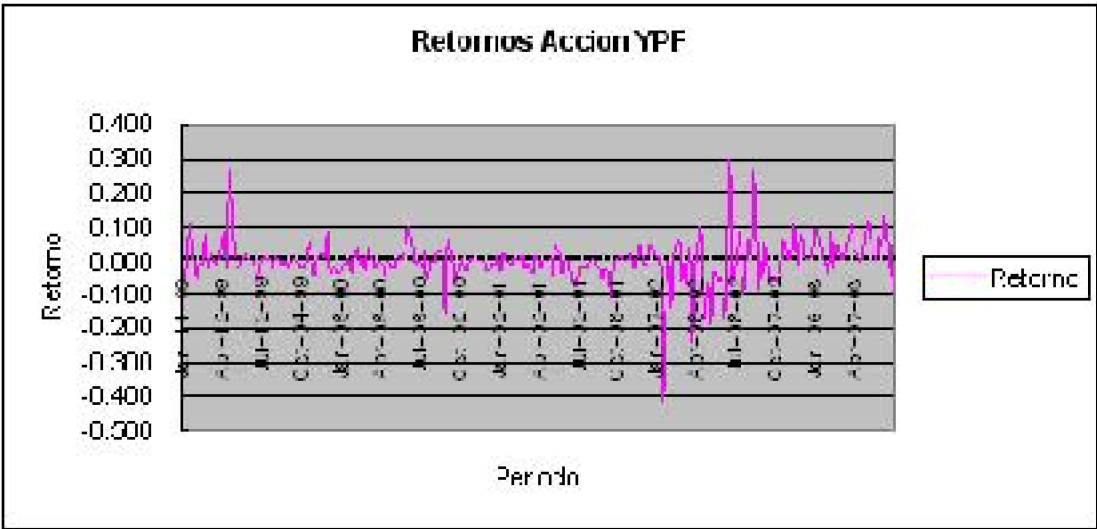


Figura VI. Evolución de retornos por acción; YPF S.A. (Periodo: 11/Ene/1999 al 30/Jun/2003)

Telefónica de Argentina

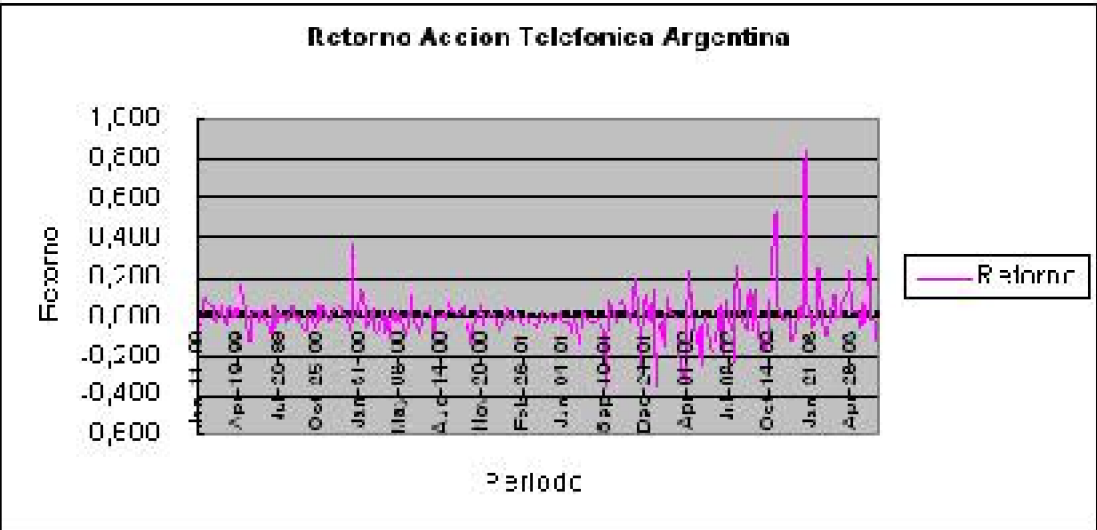


Figura VII. Evolución de retornos por acción; Telefónica Argentina (Periodo: 11/Ene/1999 al 30/Jun/2003)

Telecom Argentina

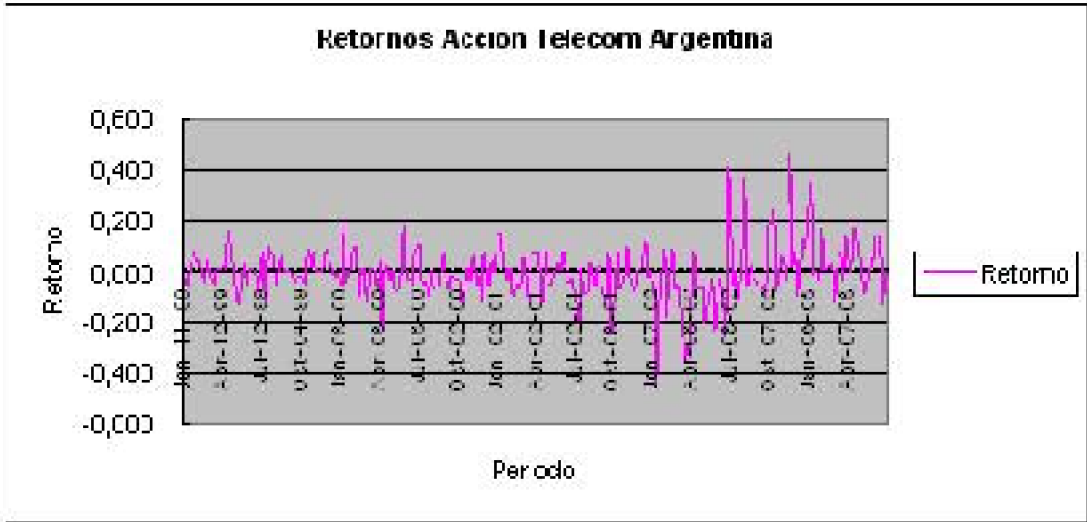


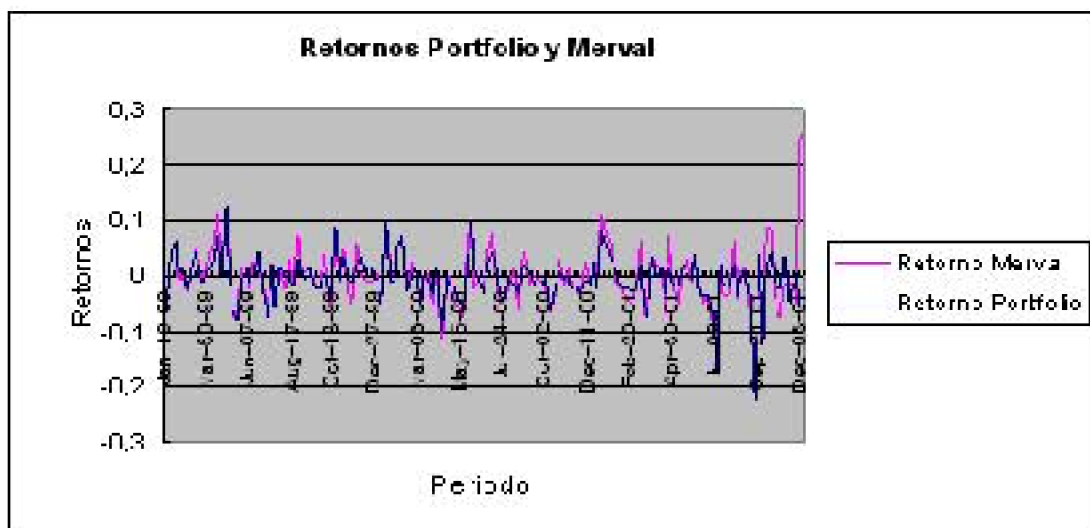
Figura VIII. Evolución de retornos por acción; Telecom Argentina (Periodo: 11/Ene/1999 al 30/Jun/2003)

Anexo 3

Evolución de los Retornos del Portfolio de Acciones

Período: 19/Ene/1999 al 03/Dic/2001

Figura IX. Evolución de los retornos del portfolio de acciones (Período: 19/Ene/1999 al 03/Dic/2001)



Período: 10/Dic/2001 al 30/Jun/2003

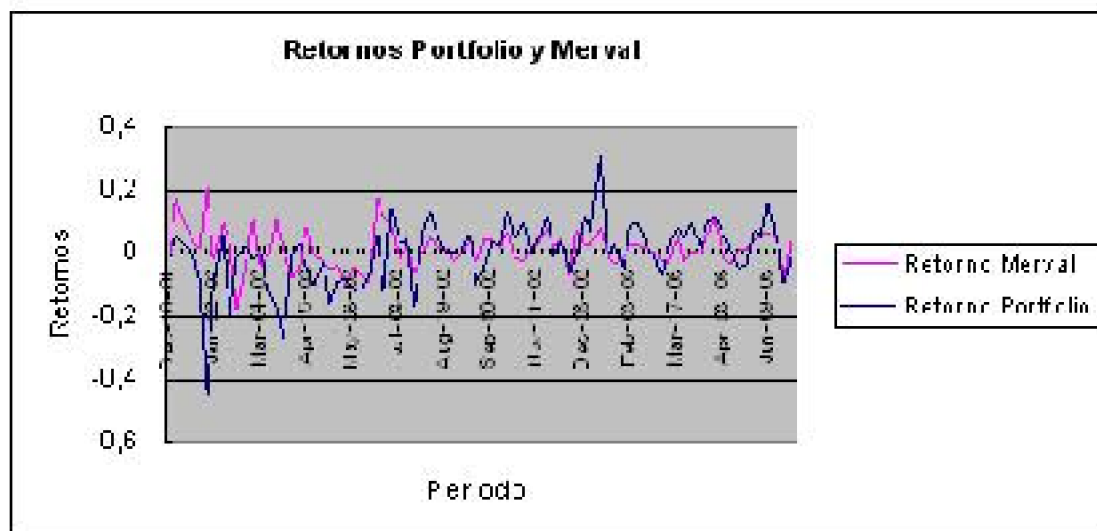


Figura X. Evolución de los retornos del portfolio de acciones (Período: 10/Dic/2001 al 30/Jun/2003)

Período: 19/Ene/1999 al 30/Jun/2003

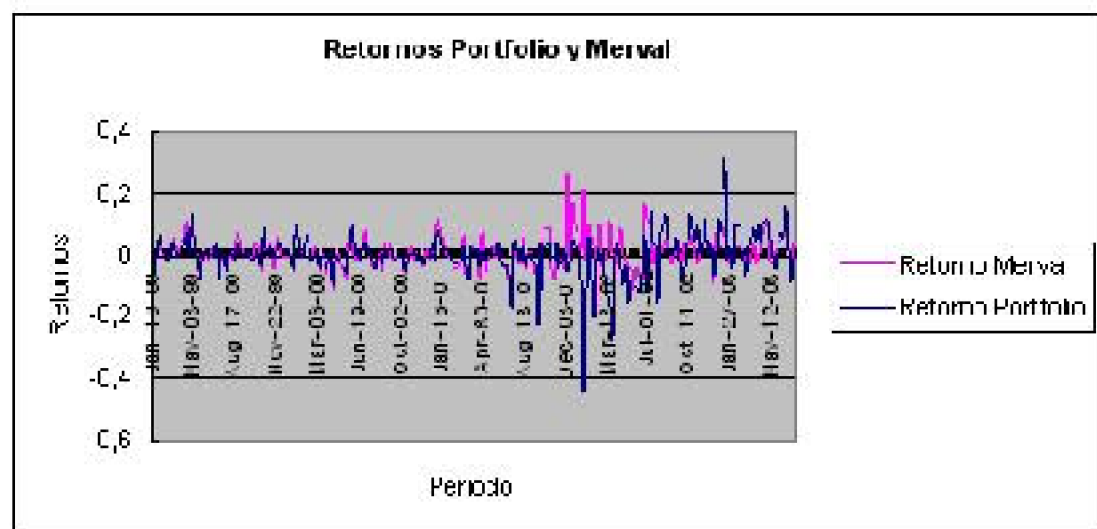


Figura XI. Evolución de los retornos del portfolio de acciones (Período: 19/Ene/1999 al 30/Jun/2003)