

CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS

BOLETÍN

VOLUMEN LII, NÚMERO 2

ABRIL-JUNIO DE 2006

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

Coordinador Institucional de Administración y Finanzas
Javier Granguillhome Morfin

Boletín es una publicación del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, Durango n° 54, México, D. F., 06700. Aparece al fin de cada trimestre. ISSN 0186 7229.

CEMLA BOLETÍN

ÍNDICE

- 49 **Nota editorial**
- 51 **La reforma del sector financiero, una vez más**
Eduardo Lizano
- 72 **Activismo y vigilancia en la política monetaria**
Jean-Claude Trichet
- 83 **Algunos comentarios sobre la transmisión de la política monetaria y el canal de crédito**
Munir A. Jalil B.
- 90 **Los sistemas financieros latinoamericanos**
Banco Central de la República Argentina
- 93 **Autoridades de los bancos centrales latinoamericanos y otras instituciones miembros del CEMLA**
- 96 **Actividades del CEMLA durante marzo-mayo de 2006**
- 98 **Premio de Banca Central "Rodrigo Gómez": convocatoria para 2007**

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

VOLUMEN LII

NÚMERO 2

ABRIL-JUNIO DE 2006

Nota editorial

Durante los años comprendidos entre 1984 y 2005 Costa Rica no tuvo que enfrentar crisis de carácter económico ni financiero, lo que representó un éxito importante. En la evolución económica, tecnológica y social requiere mejorar el desempeño de la economía nacional, desde el punto de vista del crecimiento del PIB, la distribución del ingreso y los equilibrios macroeconómicos y modernizar el sector financiero, según nos ilustra Eduardo Lizano en su artículo “La reforma del sector financiero, una vez más”. El autor, quien fue Presidente del Banco Central de Costa Rica de 1984 a 1990 y de 1998 a 2002, y actualmente es Presidente de la Academia de Centroamérica, en este trabajo contesta de manera muy sintética las preguntas: ¿de dónde venimos?, ¿en dónde estamos? y ¿a dónde nos encaminamos? Posteriormente plantea para Costa Rica un conjunto de acciones prioritarias relacionadas con el banco central, la supervisión prudencial, el sistema bancario, la dolarización, las operaciones bursátiles, el sistema de pensiones y los seguros. Para finalizar su colaboración, Eduardo Lizano, menciona la necesidad del apoyo político para adoptar reformas que ya han sido discutidas con anterioridad, de concebir la reforma del sistema financiero como parte de un planteamiento amplio que abarque otros aspectos económicos y adquirir conciencia de que “la reforma financiera siempre es una tarea inconclusa” aunque todo avance sirva de base para mejoras posteriores.

En el trabajo intitulado “Activismo y vigilancia en la política monetaria”, de Jean-Claude Trichet, Presidente del Banco Central Europeo, se analiza con un enfoque integral la manera en que se establece la política monetaria a partir de la claridad de su objetivo y de una actitud estratégica definida para el BCE “como el esfuerzo constante para mantener la inflación con un nivel cercano a su objetivo aritmético y adoptar todas las medidas necesarias para contener las presiones inflacionarias que pudieran surgir, intentando, al mismo tiempo, minimizar las perturbaciones macroeconómicas innecesarias del proceso”. En su trabajo destaca la necesidad de no tener

una actitud simplista al adoptar medidas de política monetaria, sino que es necesario considerar las características de cada economía en cuanto a perturbaciones de oferta y demanda, flexibilidad de los precios, mecanismos de transmisión de la política monetaria, vigilancia continua de los riesgos para la estabilidad y comunicación con los agentes económicos. Al concluir, Jean-Claude Trichet afirma categóricamente que el BCE no especificará ex ante ninguna secuencia de actuaciones de política monetaria. “La orientación adecuada de la política dependerá siempre de la información relativa a la evolución económica y monetaria, y del origen y las posibilidades dinámicas de las perturbaciones subyacentes que ocasionalmente pudieran afectar a la economía”.

Munir A. Jalil B, investigador de la Gerencia Técnica del Banco de la República (de Colombia), en el tercer artículo de este número, presenta el mecanismo de transmisión de la política monetaria en su país. Después de una breve introducción, dedica un apartado a los efectos de los cambios en las tasas de interés de intervención del banco central en las tasas de interés de mercado a corto y largo plazos, analizando las fuentes y usos de los recursos de los establecimientos de crédito, así como el financiamiento a las empresas del sector privado. Concluye que los bancos colombianos responden con rapidez a los cambios en la tasa de intervención del Banco de la República. Finalmente, se revisan de manera general la relación entre política monetaria, expectativas, precio de los activos y tipo de cambio.

En un contexto de variables macroeconómicas internas favorables y un entorno positivo de la economía mundial, durante 2005 los sistemas financieros latinoamericanos se consolidaron y fortalecieron, se señala en el breve trabajo del Banco Central de la República Argentina que se reproduce. Entre los aspectos que destacan se encuentra un mayor nivel de intermediación, que permitió mayores márgenes de rentabilidad y niveles de solvencia adecuados. Entre los riesgos que enfrentarán en el futuro los sistemas financieros latinoamericanos se encuentra el fuerte crecimiento de los préstamos a las familias y la elevada dolarización de activos y pasivos de las entidades financieras.

Por último, se incorporan las secciones correspondientes a los directorios de las autoridades de los bancos centrales latinoamericanos y otras instituciones miembros del CEMLA, la reseña de las actividades desarrolladas trimestralmente por esta institución y la convocatoria para 2007 al certamen anual “Premio de Banca Central Rodrigo Gómez”.

La reforma del sector financiero, una vez más*

Eduardo Lizano

I. Introducción

La reforma del sistema financiero siempre es una tarea inconclusa. Constantemente se proponen o se toman medidas, unas importantes, otras de menor trascendencia, para mejorarlo y modernizarlo. A veces existen solo posibilidades de adoptar medidas aisladas, en otras circunstancias se pueden adoptar varias decisiones a la vez y entonces se hace referencia a una “reforma”. En todo caso, el avance es lento y con frecuencia difícil y penoso. No puede pretenderse ser exhaustivo. A lo sumo se trata de solucionar, cada vez, algunos de los problemas principales. Las deficiencias y lagunas del sistema financiero son, se quiera o no, inescapables y los errores, inevitables. Esta realidad se debe a los cambios continuos de las circunstancias, internas y externas, de las instituciones y de la legislación; a la aparición de nuevos conocimientos e innovaciones, así como de nuevos riesgos y experiencias, y el aprendizaje derivado de los errores incurridos en el transcurso del tiempo.

Este artículo trata de la próxima etapa de la reforma del sistema financiero en Costa Rica. Se divide en las siguientes secciones. La primera se refiere a la presente Introducción. La segunda señala los antecedentes. La tercera analiza la situación actual. La cuarta aborda los principales elementos del entorno. La quinta examina las áreas prioritarias de acción (banco central, supervisión pruden-

cial, sistema bancario, dolarización, operaciones bursátiles, sistema de pensiones y seguros). Por último, la sexta menciona algunas reflexiones finales.

II. Antecedentes¹ (¿de dónde venimos?)

Durante los 20 años comprendidos entre 1984-1985 y 2004-2005, Costa Rica no tuvo que hacer frente a crisis de carácter económico o financiero. El país logró absorber los *shocks* externos, tanto financieros como reales, y evitó también los internos, sean de origen macroeconómico (banco central) o microeconómico (intermediarios financieros), ello a pesar de las vicisitudes que se presentaron, con no poca frecuencia. Así, se logró evitar el “contagio” originado en la evolución de la economía internacional, se tratara de las crisis asiática, rusa o turca, o bien, de las latinoamericanas (México, Brasil y Argentina). De igual manera, no hubo crisis originadas en las fluctuaciones frecuentes y bruscas de los términos de intercambio y de la capacidad de importar, ocasionadas en los cambios de los precios del café y del petróleo, o en el volumen de las exportaciones, debido a variaciones en las cosechas de productos agrícolas de exportación (café y banano) o a la disminución de la demanda externa (microprocesadores o turismo).

Por otra parte, crisis de origen interno no ocurrieron tampoco. La política monetaria, crediticia y cambiaria del Banco Central de Costa Rica (BCCR) y el comportamiento de las finanzas públicas evitaron crisis de balanzas de pagos, cambiarias o inflacionarias. Asimismo, las deficiencias del sistema financiero, si bien llevaron a la quiebra de algunos bancos y empresas financieras, no fueron eventos

* Publica el CEMLA, con la debida autorización, el artículo de E. Lizano, quien actualmente es presidente de la Academia de Centroamérica y presidente del Banco Central de Costa Rica durante los periodos 1984-1990 y 1998-2002. El autor desea agradecer las sugerencias hechas por Luis Carlos Blanco, Rodrigo Bolaños, Gerardo Corrales, Félix Delgado, Gretel López, Miguel Loría y Norberto Zúñiga para mejorar la versión preliminar de este trabajo. La responsabilidad del texto final es exclusivamente del autor.

¹ Basado en Lizano (2005).

cuya intensidad o magnitud resultaran suficientes para desencadenar crisis generalizadas del sector financiero y de la economía nacional.

Durante ese período mencionado al principio, el propósito fundamental de la política del banco central consistió en evitar las crisis macroeconómicas. Esta decisión se basó en la experiencia traumática que el país había vivido a raíz de la crisis profunda de los años 1981 y 1982.²

Otros dos objetivos a los cuales el banco central también dedicó cierta atención, fueron el de mantener los desequilibrios macroeconómicos dentro de márgenes “razonables” y el de promover el crecimiento económico del país. Sin embargo, a no dudarlo, al primero de esos tres objetivos se le dio mucha mayor trascendencia que a los otros dos. Se consideró, en efecto, que los avances, si se quiere tímidos e insuficientes, en el campo de la estabilidad macroeconómica y en el del crecimiento económico, se echarían por tierra rápidamente de ocurrir alguna situación crítica en la economía nacional.

Por otra parte, los objetivos “intermedios” de la política del BCCR consistían en mantener: *i)* el tipo de cambio real lo más estable posible; *ii)* las reservas monetarias internacionales en un nivel “adecuado”, a fin de satisfacer la demanda de los agentes económicos; y *iii)* la cuenta de capital abierta, esto es, sin restricciones ni impuestos a los movimientos de capital.

En cuanto a los instrumentos utilizados por la Autoridad Monetaria, es importante hacer varias observaciones:

- El banco central, al establecer sus objetivos “intermedios”, decidió *ipso facto*, no utilizar ciertos instrumentos, tal es el caso del tipo de cambio real y el de la cuenta de capital. Durante buena parte del período analizado, se decidió utilizar los encajes menos con fines monetarios y más con propósitos fiscales.³
- El banco central echó mano a los siguientes instrumentos:

² Los pormenores de esta crisis pueden consultarse en Lizano (1999), pp. 3-25.

³ La tesis del banco central sobre este tema no siempre fue bien entendida. Ella consistía en interpretar que el alcance de la autorización de los legisladores para utilizar los encajes se refería solo a tratar de mantener el equilibrio macroeconómico. Por consiguiente, no podían ser utilizados con otros fines, concretamente como un impuesto (establecer encajes sin pagar interés a los intermediarios financieros) para cubrir el costo de sus operaciones “cuasi-fiscales”. Estas últimas deberían ser asumidas por el Gobierno Central, para lo cual se incluirían las respectivas partidas en el presupuesto general de la República.

- No restringió, ni pospuso, indebidamente, el ajuste de ciertos precios claves de la economía; a saber el de la moneda extranjera (el tipo de cambio nominal) y el de la moneda local (tasa de interés). Mantuvo así las válvulas abiertas y, por consiguiente, los desequilibrios macroeconómicos pudieron ponerse de manifiesto.
- Permitió fluctuaciones del nivel de las reservas monetarias internacionales.
- Sostuvo una permanente influencia en la liquidez de la economía, mediante medidas indirectas (operaciones de mercado abierto), más que medidas directas (encajes y otro tipo de restricciones).
- Ejerció la persuasión moral sobre los intermediarios financieros, en especial las entidades bancarias.
- Ahora bien, el banco central reconoció sin ambages el margen estrecho de su campo de acción, dados los objetivos “intermedios” que había establecido. Para efectos prácticos, ninguno de los instrumentos señalados podía ser utilizado “a fondo”, ni de manera permanente. Todos fueron aplicados de forma simultánea, pero transitoria. El énfasis puesto en cada uno de ellos dependía de la evolución de las circunstancias internas y externas. De hecho, el BCCR reconoció, desde un principio, las limitaciones y restricciones que la “trinidad imposible” le imponía a su política monetaria, crediticia y cambiaria. De hecho, no es posible pretender alcanzar de manera completa y simultánea, la apertura de la cuenta de capital, un tipo de cambio fijo y una política monetaria autónoma.

En resumen, bien puede afirmarse que el objetivo básico del banco central, durante el período de veinte años al cual se ha hecho referencia, fue alcanzado de manera bastante satisfactoria. De hecho, Costa Rica fue uno de los pocos países latinoamericanos que no experimentó crisis macroeconómicas durante esas dos décadas comprendidas entre 1985 y 2005. Este resultado se logró en circunstancias adversas, dada la gran incertidumbre que reinó y los desafíos muy complejos que hubo necesidad de enfrentar, concretamente:

- las crisis repetidas en los mercados financieros internacionales;
- los cambios importantes en el modelo de desarrollo del país, al pasar de poner énfasis en el

- modelo de la sustitución de importaciones, a promover la apertura comercial, así como una mayor participación en la economía internacional;
- la apertura de la cuenta de capital, así como la mayor inserción en la economía internacional, la cual no se dio solo en el campo comercial, sino también en el financiero;
- la renegociación de la deuda externa;
- la persistencia del déficit fiscal consolidado (déficit del Gobierno Central y las pérdidas del banco central) del sector público;
- la absorción, en un período relativamente corto, de una corriente significativa de inmigrantes, equivalente, aproximadamente, al 10% de la población del país, ello sin crear distorsiones importantes en el mercado laboral; pero con cierta incidencia en el nivel de salarios reales;
- la atracción de inversiones extranjeras directas por montos considerables (3% - 4% del producto interno bruto);
- la creación del sector financiero público y privado (se forzó a los bancos comerciales a desempeñar el papel de verdaderos intermediarios financieros y dejar de ser simples ejecutores del programa crediticio del BCCR y se abolió el monopolio de las cuentas corrientes en manos de los bancos comerciales del Estado).

III. Situación actual (¿en dónde estamos?)

Haber evitado las crisis durante veinte años representa, ciertamente, un logro significativo. Sin embargo, la evolución de la economía nacional no ha sido satisfactoria en ese período. Como ejemplo, valga mencionar los siguientes hechos:

- el crecimiento real del PIB ha alcanzado, en promedio, tan solo alrededor del 4% al año en la última década;
- la pobreza aqueja al 20% de las familias del país, sin mostrar una tendencia a disminuir;
- el desempleo abierto se ubica en el 6% de la población económicamente activa;
- la inflación en los últimos años ha sido una de las más elevadas de Latinoamérica;

- el endeudamiento público, debido al déficit persistente de las finanzas públicas, ha llegado a límites muy elevados;
- la descapitalización del sector público es notoria, especialmente en el campo de la infraestructura vial y en la calidad de los servicios públicos;
- la pérdida de competitividad de la economía nacional.

Todo lo anterior deja manifiesto que algo anda mal. Es necesario poner manos a la obra, a fin de alcanzar tasas sostenidas de crecimiento económico adecuadas, o sea, de 6% a 7% por año; reducir la pobreza al 10% de las familias del país y disminuir la inflación a niveles internacionales. Es decir, más crecimiento y más empleo, menos pobreza y menos inflación.

La situación actual del sistema financiero ha sido, a la vez, causa y efecto de la evolución de la economía costarricense mencionada en los párrafos anteriores. Las deficiencias y lagunas que aquejan al sector financiero son evidentes. Entre ellas cabe señalar las siguientes:

- Profundización financiera insuficiente.
- Márgenes de intermediación financiera muy elevados.
- Pérdidas significativas del banco central.
- Inflación anual bastante superior a la internacional.
- Tasas de interés reales más elevadas que las prevalecientes en los mercados financieros internacionales.
- Marcada dolarización de activos y pasivos financieros.
- Encajes sobre los cuales el banco central no paga intereses.
- Sistema de supervisión en proceso de mejoramiento, pero aún insuficiente.

El sistema financiero ha avanzado de manera considerable, aunque el camino por recorrer es aun muy apreciable, según documento reciente del Fondo Monetario Internacional (2003), en el cual se señala, de manera pormenorizada, las lagunas existentes y propone un conjunto de medidas a fin de mejorar el funcionamiento del sistema finan-

ciero. Con base en esas consideraciones, es necesario plantear, sin duda, una nueva reforma del sistema financiero.

IV. Elementos principales del entorno (¿hacia dónde nos encaminamos?)

De lo hasta aquí abordado queda clara la necesidad, por una parte, de mejorar el desempeño y los logros de la economía nacional, desde el punto de vista del crecimiento del producto interno bruto, la distribución del ingreso y los equilibrios macroeconómicos y, por otra parte, de modernizar el sector financiero, remozarlo y fortalecerlo. Esta última es una tarea impostergable, pues dicho sector permea todas las actividades productivas del país, de manera parecida al sistema de transporte, de comunicaciones y de energía. El sector financiero debe ser pujante y dinámico, de no ser así se transformaría en una carlanca para el desarrollo económico del país. De hecho, un sector financiero eficiente es una condición necesaria para alcanzar tasas elevadas y sostenidas de crecimiento económico.

El entorno en el cual se desenvolverá la economía costarricense en el futuro inmediato, estará caracterizado por algunos elementos significativos, entre ellos:

- La modificación del modelo de desarrollo. Este se ha basado, durante las dos últimas décadas, en el sesgo marcado para promover las exportaciones, mediante la concesión de una serie de incentivos, como los certificados de abono tributario (CAT), la exoneración de impuestos de aduana para la importación de materias primas, bienes intermedios y de capital y la exención del impuesto sobre la renta. El cambio propuesto ahora consiste en otorgar los incentivos, no con el propósito de aumentar las exportaciones, sino más bien con el de promover las inversiones, nacionales y extranjeras, cuyo objetivo consistiría en abastecer, ya sea el mercado local, o bien, los de exportación.
- La profundización de la inserción de la economía costarricense en la economía internacional. Para ello es indispensable mejorar el nivel general de competitividad de las actividades productoras del país, a fin de aprovechar las nuevas oportunidades y hacer frente a los retos originados en esa mayor participación en la economía mundial. Se trata en última instancia, de pasar de una economía basada en el músculo, a una basada en el conocimiento.
- La consolidación del mercado financiero regional de Centroamérica, lo cual tendrá efectos importantes en cuanto a la normativa bancaria, la supervisión prudencial, las operaciones bursátiles, los fondos de pensiones y los seguros.
- Las corrientes de inmigrantes de mano de obra poco calificada procedente, principalmente, de Nicaragua, continuarán.
- El saneamiento de las finanzas públicas, incluida la capitalización del banco central para disminuir su déficit.
- El mejoramiento de la eficiencia del sector público, como complemento esencial del aumento de la productividad del sector privado.
- El cambio de estrategia del BCCR, en el sentido de que además de evitar las crisis macroeconómicas, deberá poner énfasis en el equilibrio macroeconómico (*inflation targeting*) y en la mayor flexibilidad del régimen cambiario. Así, se sustituiría el objetivo de tratar de mantener el tipo de cambio real fijo, por el de alcanzar una determinada meta de inflación.

Es precisamente dentro de este entorno que debe plantearse la próxima etapa de la reforma del sistema financiero.

V. Áreas prioritarias de acción (¿hacia dónde orientamos el esfuerzo?)

Antes de abordar directamente los principales elementos de la próxima etapa de la reforma financiera, es procedente hacer las dos siguientes consideraciones.

Primera. Los requisitos básicos que el sistema financiero ha de satisfacer para asegurar su funcionamiento adecuado, siempre deben tenerse presentes. Ellos son los tres siguientes:

- El sector financiero debe representar una actividad *rentable*, en comparación con los demás sectores de la economía del país. De no ser así, aquél no podría atraer la capacidad empresarial y los recursos de inversión necesarios para poder crecer y desarrollarse de manera sostenida en el tiempo.
- El sector financiero ha de ser *eficiente*. Debe promover, de manera permanente, el aumento de su productividad. Para ello ha de ofrecer más

y mejores servicios financieros a los agentes económicos (ahorrantes, inversionistas, consumidores, productores, exportadores). La oferta de esos servicios debe ser competitiva desde el punto de vista de la calidad, la cantidad, el precio y la oportunidad, tanto en cuanto a las transacciones financieras dentro del país, como en relación con aquellas otras en el extranjero. Para lograr lo anterior, el grado de competencia dentro del sector financiero y el proceso de innovación incesante representan dos elementos esenciales.

- El sector financiero debe ser *solvente*. Para ello deben conjugarse varios factores simultáneamente:
 - el esfuerzo permanente de capitalización (patrimonio y reservas);
 - la prudencia de los banqueros con respecto a la administración de riesgos;
 - la supervisión prudencial debe ser suficientemente flexible, para evitar crisis macroeconómicas de origen bancario, pero sin entorpecer con ello el crecimiento y la eficiencia del sector financiero; y
 - la política macroeconómica del banco central debe ser acertada, y evitar así situaciones insostenibles y altamente perjudiciales para la economía del país, incluido el sector financiero.

Cuanto mejor se den en la realidad estos elementos –rentabilidad, eficiencia y solvencia– mejor podrá desempeñar el sector financiero sus funciones y llegar a representar un factor determinante del ritmo de crecimiento económico y de la estabilidad macroeconómica del país.

Segunda. Los resultados, satisfactorios o perjudiciales; los efectos, considerables o poco significativos y el ritmo, rápido o lento, con que se den los efectos de la reforma financiera, dependen de manera apreciable de tres factores:

- El nivel de desarrollo económico del país. Los efectos de una misma medida, por ejemplo, la liberalización del sector financiero, dependerá del nivel de ingreso por habitante. En países pobres –menos de US\$ 1.000 anuales por habitante– tales efectos son diferentes de otro país de ingreso medio por habitante –alrededor de US \$5.000 anuales–.
- El grado de desarrollo institucional (autonomía del banco central) y del marco jurídico (legislación) existentes, determinan también el resulta-

do de medidas tales como la liberalización de la cuenta de capital (Prasad *et al.*, 2003, Rousseau y Wachtel, 2005).

- La estructura del sistema financiero también incide en los resultados y efectos de las medidas tomadas. Dos ejemplos permiten aclarar este punto:
 - La presencia de entidades financieras públicas cuyos pasivos (depósitos del público y títulos valores) tienen la garantía del Estado, les permite comportarse de manera diferente en relación a los intermediarios privados, respecto tanto a la rentabilidad de sus operaciones como a la administración de sus riesgos.
 - El tamaño de los intermediarios financieros ejerce asimismo un efecto importante en las normas de la supervisión prudencial. Así, cuando ellos son relativamente pequeños ninguno tiene capacidad para generar crisis generalizadas del sector financiero; en cambio cuando existen, por así decir, algunas “ballenas en la pecera”, entonces la situación cambia notoriamente. Aun cuando en ambos casos el tamaño del sector financiero fuera similar, su funcionamiento adecuado exigirá un monto total de reservas mayor en el segundo caso que en el primero.

Hechas las consideraciones anteriores y dados los antecedentes señalados, acerca del entorno en que se desenvolvería la economía nacional y los objetivos establecidos, entonces ¿cuáles son los principales puntos de la próxima etapa de la reforma del sistema financiero?⁴

1) *El banco central*

La modificación de las políticas del Banco Central de Costa Rica (BCCR) ocupará un papel determinante en la próxima etapa de la reforma del sistema financiero. Los cambios abarcarán tres áreas principales, a saber: las pérdidas o déficit que arrojan sus operaciones, el régimen cambiario y el tema del *inflation targeting*.

Sin embargo, antes de abordar cada uno de estos temas es necesario hacer algunas consideraciones con respecto a los objetivos e instrumentos del BCCR.

a) *Los objetivos*

El objetivo central de la política del BCCR, en el

⁴ El análisis de la evolución de la reforma del sistema financiero en Costa Rica puede consultarse en la obra editada por Félix Delgado y Miguel Loría, Eduardo Lizano. *Escritos sobre Reforma Financiera*, Academia de Centroamérica, 2004.

futuro cercano, consistirá en lograr y mantener el equilibrio macroeconómico. Esto es, alcanzar la convergencia entre la inflación nacional y la internacional y entre la tasa de interés real en Costa Rica y la prevaleciente en los mercados financieros internacionales.

Adicionalmente, el BCCR pondrá atención en lograr una supervisión prudencial adecuada del sector financiero y desarrollar un moderno sistema de pagos en el territorio nacional (rápido, seguro y barato).

Concentrarse principalmente, en la estabilidad macroeconómica, así como en la supervisión prudencial y en el sistema de pagos, no significa que el BCCR relegue su interés en el proceso de crecimiento económico. De hecho, en el tanto el BCCR logre estos tres objetivos, entonces dos consecuencias son claras:

- El sistema financiero del país podrá desarrollarse de forma satisfactoria.
- Los consumidores, ahorrantes e inversionistas podrán realizar su cálculo económico de una mejor manera.

Ahora bien, estos dos elementos son condiciones necesarias para alcanzar tasas aceleradas y sostenidas de crecimiento económico.

En esencia, se trataría de modificar la situación prevaleciente durante los últimos veinte años, cuyo propósito fundamental ha consistido en evitar las crisis macroeconómicas de origen interno o externo, utilizando el tipo de cambio real como “ancla”, pero logrando, apenas un frágil “cuasi” equilibrio macroeconómico. Se pasaría a otra, en la cual se busca como objetivo principal asegurar el equilibrio macroeconómico, usando la meta de inflación como “ancla”.⁵

b) Los instrumentos

En cuanto a los instrumentos del BCCR estos tendrían dos características. En primer lugar, serían de carácter indirecto (operaciones de mercado abierto, por ejemplo) y no directo (como los encajes). En segundo lugar, tales instrumentos deberían tener para el BCCR el costo de mercado, a fin de no ocasionar distorsiones en el sistema financiero y en la economía nacional.

El BCCR centraría su política en ejercer influen-

⁵ Queda por discutirse, claro está, si el objetivo de evitar crisis macroeconómicas y el de lograr la estabilidad macroeconómica, son en realidad alternativas, o si este último es una condición necesaria para lograr el primero (evitar las crisis).

cia en la liquidez monetaria (oferta y demanda de dinero) y, de esa manera, incidir en las demás variables macroeconómicas.

c) El déficit del BCCR

El tema de las “pérdidas” del BCCR, es decir, de su déficit, ha acaparado la atención de los entendidos en la materia desde hace bastante tiempo, sin embargo, el problema no se ha podido resolver.

En esencia, el BCCR ha mostrado durante muchos años un patrimonio negativo; el déficit anual alcanza al año, aproximadamente, el uno y medio por ciento del PIB y se debe por una parte, al costo más elevado de sus pasivos que al rendimiento de sus activos (principalmente reservas monetarias internacionales). Y, por otra parte, al hecho que el monto de los pasivos ha sobrepasado al de los activos. Se trata así de un problema tanto de flujos como de *stocks*. Debido a ese déficit del BCCR, acumulado en el transcurso del tiempo, hoy su deuda ya alcanza alrededor del 15% del PIB.

Esta situación representa un serio obstáculo para el normal funcionamiento del BCCR:

- Obliga al Instituto Emisor a ejercer funciones fiscales, con frecuencia contrapuestas a su tarea de asegurar la estabilidad macroeconómica. Así, por ejemplo, cuando por razones monetarias el BCCR desea aumentar la tasa de interés, dicha medida incrementaría sus pérdidas.
- Ocasiona presiones inflacionarias incesantes, pues el BCCR, al no contar con ingresos propios para hacer frente al costo de su deuda, no le queda sino aumentar la emisión monetaria. Si desea evitar la presión inflacionaria, se ve forzado a colocar títulos de su deuda, y absorber así con la mano izquierda el dinero emitido con la derecha, originando el respectivo costo adicional y, por consiguiente, a un mayor déficit.
- Eleva las tasas de interés, con lo cual se empeora la situación de las finanzas públicas y se obstaculiza el crecimiento económico.

Por ello se considera necesario encarar este problema. La solución consiste en traspasar la atención de los pasivos del BCCR al Ministerio de Hacienda. En última instancia, se trata de que la deuda del BCCR se financie, no mediante el impuesto inflacionario, altamente regresivo, porque afecta directamente a los grupos de menores ingresos cuyos activos los mantienen en dinero efectivo, sino mediante otros impuestos, que recaigan en grupos de ingresos más elevados.

Para realizar este traspaso se pueden seguir varios caminos:

- Incluir en el presupuesto de la República, cada año, las partidas respectivas a favor del BCCR, a fin de atender (intereses y amortización) su deuda.
- Traspasar, de parte del Ministerio de Hacienda, un monto en bonos fiscales, acorde con la deuda del BCCR, de manera que esa Institución pueda obtener los recursos necesarios para atender su deuda mediante la venta de esos bonos fiscales.
- Traspasar jurídicamente los títulos del BCCR al Ministerio de Hacienda, el cual procedería a canjearlos por otros nuevos de ese mismo Ministerio.

El procedimiento propuesto recientemente en Costa Rica⁶ sigue un camino intermedio:

- En cuanto a la deuda externa del BCCR, el Ministerio de Hacienda le traspasa al Ente Emisor los recursos en US dólares, para que dicho Banco atienda esa deuda conforme vayan los plazos, para hacer los pagos de intereses y de amortización.
- En relación con la deuda interna, el Ministerio de Hacienda transferiría al BCCR bonos fiscales, por determinados montos, a tasas de interés y a plazos, concordantes con las condiciones de la deuda del BCCR.

De esta manera, se “limpiaría” el balance de situación del BCCR, su patrimonio llegaría a ser positivo y el déficit desaparecería. Más bien, tal como acontece con la gran mayoría de los bancos centrales, el de Costa Rica debería generar utilidades para engrosar los ingresos del Ministerio de Hacienda.

De lograrse la capitalización del BCCR de manera tal que sus pérdidas desaparezcan, entonces podrían subsanarse los problemas anteriormente señalados, pues:

- el BCCR lograría más independencia para llevar a cabo su política monetaria;
- las presiones inflacionarias se reducirían sensiblemente, ya que se eliminaría el financiamiento inflacionario de las finanzas públicas; y

⁶ Proyecto de Ley de Capitalización del Banco Central, Asamblea Legislativa de la República de Costa Rica, Expediente No. 16.131.

- la tasa de interés real, disminuiría lo cual ayudaría a los inversionistas privados y además, reduciría el costo de la atención de la deuda pública.

Sin embargo, deben señalarse principalmente dos preocupaciones:

- En vista de los posibles usos alternativos (educación, infraestructura, etc.) de los recursos tributarios que serían utilizados para sanear las finanzas del BCCR, la capitalización del Ente Emisor debería ser cautelosa. En efecto, si bien el problema de su déficit debe resolverse, es necesario evitar la “sobre capitalización” o capitalización excesiva del BCCR.
- Se plantea inevitablemente, la pregunta de cómo debe proceder el BCCR para impedir, en el futuro, la generación de nuevas pérdidas y la acumulación de pasivos, una vez realizada su capitalización. Ello, claro está, sin restringir las facultades del Ente Emisor, lo cual, para efectos prácticos, le impediría cumplir su cometido.

Ya anteriormente se había hecho un primer intento de resolver el problema del déficit del BCCR. En mayo de 1998 se suscribió el “Convenio mediante el cual el Gobierno de la República asume las pérdidas cuasifiscales del Banco Central de Costa Rica”⁷ suscrito entre el Ministerio de Hacienda y el BCCR.⁸ Tal como lo señala Delgado (2000, p. 482 – 483) “El acuerdo en referencia establece un calendario de amortización distribuido a lo largo de veinticinco años conforme se previó en la ley... la solución acordada entre el banco central y el Ministerio de Hacienda, reducirá gradualmente el déficit devengado del banco central y atacará, también con la misma gradualidad prevista por un lapso de veinticinco años, el déficit de “caja”, entendido como el componente que genera expansión monetaria y afecta la política de estabilización de corto plazo”.

Sin embargo, este convenio no se ejecutó. Tanto el Ministerio de Hacienda como el banco central llegaron a la conclusión de que la solución no era adecuada, en vista de sus condiciones financieras y los plazos contemplados. De hecho, el convenio quedó sin efecto.

⁷ El texto del convenio y los antecedentes pueden consultarse en Delgado (2000), pp. 470-485.

⁸ El sustento legal para suscribir ese convenio se encuentra en el artículo 175 de la Ley No. 7558 de 3 de noviembre de 1995 y en la modificación de ese artículo mediante la Ley Reguladora del Mercado de Valores de Costa Rica, No. 7732 de 19 de diciembre de 1997.

En años recientes, el Ministerio de Hacienda hizo algunas transferencias al BCCR a fin de ayudar a paliar, parcialmente, el problema de su déficit anual. Sin embargo, los montos transferidos no han permitido resolver el problema del BCCR. Por ello, cuando con cierta frecuencia se afirma en la prensa que ya el Ministerio de Hacienda asumió el pago de la deuda del BCCR y que por lo tanto hoy el problema de sus pérdidas ya no existe, se trata, evidentemente, de una afirmación equivocada.

d) El régimen cambiario

Durante los últimos veinte años el BCCR ha adoptado el régimen cambiario de las “minidevaluaciones” (*crawling peg*), cuya regla básica consiste en mantener el tipo de cambio real fijo, mediante devaluaciones nominales, equivalentes a la diferencia entre la inflación nacional y la de los principales países con los cuales Costa Rica comercia. Así, el régimen cambiario correspondía a una posición intermediaria entre el régimen de un tipo de cambio fijo y el de un tipo de cambio flotante. Muchos países han abandonado este esquema y han adoptado alguno de los dos últimos regímenes cambiarios antes señalados. Asimismo, buena parte de la literatura sobre el tema recomienda abandonar las minidevaluaciones, con pocas excepciones como es el caso bien conocido de Williamson (2000), con su propuesta BBC (*canasta, banda, minidevaluación*). Además Williamson (1995, p. 84) ya había afirmado que “... una banda con minidevaluaciones proporcionan el régimen de tipo de cambio más apropiado para la mayoría de los países”. Debe examinarse también la posición relativamente ecléctica tanto de Fischer (2001)⁹ como de Mussa (2000).¹⁰

⁹ Fischer indica que “...aquellos que proponen lo que ahora se conoce como la revisión bipolar – incluso yo- probablemente exageraron su argumento para conseguir un efecto dramático” (p. 2) y luego afirma que “para los países que están abiertos a los flujos de capital, se mantiene una extensa gama de posibles arreglos que van desde la libre flotación a una variedad de bandas de minidevaluaciones con muy amplios rangos, y además los vínculos con otras monedas (pegs) muy estrictos y que se basan en un compromiso de política de gran credibilidad, notablemente las cajas de conversión y el abandono de la moneda nacional...” (p. 3).

¹⁰ Mussa (p. 31) por su parte, al referirse a la mayoría de los países en vías de desarrollo con economías de mercado que no son “emergentes” concluye que “...al reflejar profundas diferencias entre los grados de desarrollo económico y financiero y entre otros aspectos de sus situaciones económicas, no hay un régimen de tipo de cambio único que sea el más apropiado para todos los países en vías de desarrollo, y el régimen que sea apropiado para un país en particular puede cambiar a lo largo del tiempo... esta conclusión, sin embargo, deja una amplia variedad de posibles regímenes de tipo de cambio – para una gran diversidad de países en desarrollo y en transición”.

La ventaja principal del régimen cambiario vigente –mantener el tipo de cambio real como “ancla”– consiste en proteger a los consumidores y productores nacionales, al evitar conceder subsidios o establecer impuestos a las exportaciones o a las importaciones. Esto, acoplado a la apertura de la cuenta de capitales, promueve las inversiones extranjeras directas, así como las inversiones nacionales. Además, facilita a los ahorrantes nacionales incluir en su portafolio de activos denominados en moneda extranjera y a los productores nacionales, conformar su cartera de pasivos con préstamos denominados en moneda extranjera. Lo cual, a la vez, obliga los intermediarios financieros del país a competir con mayor intensidad con los del extranjero.

Las principales desventajas que se atribuyen al régimen cambiario de las “minidevaluaciones” se señalan con no poca frecuencia:

- Debido a su transparencia, los agentes económicos pueden calcular con facilidad la tendencia del tipo de cambio nominal. Ello crea una inflación inercial difícil de controlar.
- Necesidad de modificar el tipo de cambio nominal ante variaciones del valor de las principales monedas entre ellas, sea el dólar y el euro, el dólar y el yen y el euro y el yen.
- Las pérdidas del BCCR se aducen, con frecuencia, al régimen cambiario del minidevaluaciones. Se afirma, en efecto, que este régimen obliga al BCCR a comprar las divisas que los agentes económicos ofrezcan venderle, lo cual significa aumentar la oferta monetaria. Entonces, a fin de evitar las presiones inflacionarias, el BCCR se ve compelido a vender bonos en el mercado financiero nacional, para absorber la emisión monetaria que él mismo realizó y como la tasa de interés de sus bonos de estabilización monetaria es más elevada que la obtenida de la inversión de sus reservas monetarias internacionales, entonces las pérdidas del BCCR aumentan. Este razonamiento, claro está, es válido solo en el tanto el BCCR considere conveniente acumular más y más reservas monetarias internacionales. Sin embargo, cuando ellas alcanzan un nivel adecuado, entonces el BCCR no tendría que absorber el aumento de liquidez, ya que las presiones inflacionarias no se darían, por cuanto las importaciones aumentarían sin dificultad. De hecho, una vez que las reservas monetarias internacionales en manos del banco central alcanzan un nivel adecuado, entonces, las minidevaluaciones funciona de manera semejante al *gold*

standard. Es decir, el monto de la emisión monetaria de colones depende de los ingresos y salidas de divisas. Por consiguiente, no habría necesidad, de parte del banco central, de absorber los colones que emitidos al comprar las divisas, o bien, podría disminuir la tasa de interés. En efecto, si bien la expansión del circulante aumenta la demanda efectiva, esa presión se satisface mediante el incremento de las importaciones, sin ocasionar movimientos inflacionarios.¹¹

Ahora, en sustitución del minidevaluaciones, se propone establecer un régimen cambiario más flexible. Las alternativas son claras: sistema de bandas, flotación administrada y flotación libre. La opción de establecer un régimen de tipo de cambio fijo, como sería el caso de la dolarización (sustitución de la moneda local por el dólar de EE.UU.), ha sido desechada por el banco central. Lamentablemente, esta decisión se ha tomado sin considerar, debidamente, esa alternativa desde sus diferentes puntos de vista.¹² La decisión del BCCR se inclina más bien por el régimen cambiario de bandas. De esta manera, las decisiones de los agentes económicos, sobre la demanda y oferta de divisas, ejercerían entonces una mayor influencia en la determinación del tipo de cambio.

El régimen cambiario de bandas requiere, a la vez, satisfacer varias condiciones.

Primera. El funcionamiento del régimen debe ser transparente. Los agentes económicos para tomar sus decisiones requieren disponer de información detallada acerca del nuevo régimen. Concretamente, la información del BCCR deberá versar sobre lo que señalo a continuación:

- el “ancho” de la banda, es decir la diferencia entre el “piso” y el “techo”,

¹¹ Excepto, claro está, con respecto a los bienes y servicios no transables. Debe tenerse en cuenta, sin embargo, que debido a la disminución de los costos del transporte y de las comunicaciones en general, más y más bienes y servicios, hasta hace poco tiempo considerados como no transables, han llegado a ser, en la realidad, transables. Además, el precio de los no transables, en un país, depende del precio de los no transables en otros países, caso, por ejemplo, del turismo, los servicios médicos y los bienes inmobiliarios.

¹² Esto a pesar de que: cada día existen menos monedas, el “señoreaje” ha perdido importancia en vista de la acelerada dolarización *de facto* que se ha venido dando y la “soberanía” monetaria del país, dada la integración, comercial y financiera, de la economía costarricense a la de EE.UU., es de hecho aparente y no real. Además, es importante señalar que “...los países en desarrollo no perciben realmente los beneficios económicos de operar con una política monetaria independiente. Sus tasas de interés están de hecho atadas a las tasas estadounidenses”, Steil 2006.

- el criterio del BCCR para intervenir ¿en cuánto monto y por cuánto tiempo debe el tipo de cambio salirse de la banda, por encima o por debajo, para proceder a intervenir en el mercado cambiario?
- la decisión del BCCR acerca de ¿qué monto de sus reservas monetarias internacionales (RMI) está dispuesto a perder, para evitar que el tipo de cambio sobrepase el “techo” de la banda? y, de igual manera, ¿en qué monto está dispuesto a acumular RMI para mantener el tipo de cambio por encima del “piso” de la banda?
- el criterio del BCCR para modificar el ancho de la banda, ya sea para reducirla o para ampliarla; así como para decidir acerca de la pendiente de la banda.

Segunda. Debe evitarse la volatilidad excesiva del tipo de cambio. En efecto, dado el grado de endeudamiento en dólares de no pocos agentes económicos, ello podría ocasionar ciertas dificultades para cumplir sus obligaciones con los bancos acreedores.

Tercera. Las fuerzas especulativas en el mercado cambiario no deberían ocasionar fluctuaciones pronunciadas del tipo de cambio. De no ser así, la especulación cambiaria,¹³ presentaría a los bancos comerciales al menos dos peligros como los que se señalan a continuación:

- Dado el alto grado de “dolarización” de los activos y pasivos de los intermediarios financieros, el efecto de posibles pérdidas cambiarias en la situación patrimonial de los bancos comerciales representaría un serio riesgo.
- La especulación cambiaria, por parte de los bancos comerciales, bien podría forzar al BCCR a intervenir en el mercado cambiario. Por esto, podría presentarse una situación poco conveniente en la que “la cola terminaría por mover al perro”.

Estos peligros son especialmente importantes cuando, como en el caso de Costa Rica, en el sistema financiero existen bancos comerciales cuyo tamaño los transforma, de hecho, en “ballenas” dentro de la pecera. La situación es aún peor si se trata de bancos comerciales estatales, cuyos objetivos no son suficientemente precisos.

¹³ Especulación propiciada ya por los bancos comerciales ya por otros agentes económicos.

Así, el BCCR deberá establecer, en estrecha coordinación con los entes supervisores, disposiciones para hacer frente al peligro de la especulación cambiaria por parte de los bancos comerciales. En efecto, no se desea que la mayor flexibilidad cambiaria aumente la vulnerabilidad de los intermediarios financieros.¹⁴ No vaya a suceder que la medicina resulte peor que la enfermedad.

Cuarta. Deberá establecerse, cuanto antes, el mercado de divisas a futuro. Esta tarea, a cargo de la Bolsa Nacional de Valores, es indispensable para dar oportunidad a los agentes económicos de cubrirse por anticipado ante posibles fluctuaciones del tipo de cambio.

Dicho lo anterior, debe tenerse muy presente la preocupación de Calvo y Mishkin (2003, p. 28) en el sentido de no darle a la discusión sobre el régimen cambiario demasiada importancia; ellos recomiendan más bien poner mayor énfasis y empeño en el desarrollo de las instituciones, para lograr una política macroeconómica exitosa basada en decisiones monetarias, fiscales y financieras acertadas.¹⁵

e) La meta de inflación

El objetivo básico del BCCR en cuanto a la estabilidad macroeconómica se centra en mantener la tasa de inflación en el nivel más bajo posible. Se buscaría en efecto, una reducción paulatina de la inflación nacional para aparejarla a la internacional. Así, el “ancla” de la política del BCCR no sería más el tipo de cambio real, sino la meta anual de inflación.

Abatir la inflación y reducirla al nivel internacional tiene dos ventajas de gran trascendencia. Una consiste en eliminar un impuesto altamente regresivo, que perjudica sobre todo a los consumi-

¹⁴ Debe tenerse presente, sin embargo, que los bancos comerciales pueden enfrentar problemas también por la especulación cambiaria realizada por otros agentes económicos.

¹⁵ Dada la importancia del tema bien vale la pena citar el párrafo completo “... Realmente, pensamos que la elección del régimen de tipo de cambio probablemente tiene una menor importancia que el desarrollo de buenas instituciones fiscales, financieras y monetarias para generar el éxito macroeconómico en los países con economías de mercado emergentes. En lugar de considerar el régimen de tipo de cambio como la primera elección, nosotros promovemos dar una mayor a las reformas institucionales como una mejor regulación, restricción fiscal, construcción de consensos para una política monetaria sustentable y predecible, y una apertura creciente al comercio internacional. Concentrarse en las reformas institucionales en lugar del régimen de tipo de cambio puede fomentar a los países de mercado emergentes para ser más saludables y menos propensos a las crisis de lo que han sido en los últimos años” (p. 28).

dores de menores ingresos. La otra consiste en permitir a los agentes económicos realizar mejor su cálculo económico, en cuanto a las decisiones de consumo y ahorro y, por ende, de inversión y producción.

Al respecto surgen varias interrogantes como las siguientes:

– ¿A cuál inflación se hace referencia? Utilizar como criterio para calcularla el índice de precios al consumidor (IPC). En otras palabras, no se usarían otros índices de precios, como el de los productores o el del al por mayor. El IPC es calculado y publicado mensualmente, por el Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC), ente estatal independiente. A cargo del INEC están también las modificaciones del IPC, incluidas las ponderaciones de los diferentes bienes y servicios, en el transcurso del tiempo. En efecto, deben incluirse los cambios de las ponderaciones de los diferentes bienes y servicios, asegurar la cobertura geográfica del índice y verificar la representatividad de la canasta de bienes y servicios utilizada como muestra.

Por otro lado, el BCCR tendría que considerar si toma en cuenta otros índices de precios como el de los activos reales y de los activos financieros. Esta decisión cobra especial importancia, desde el punto de las decisiones de política monetaria, si existe una conexión recíproca entre estos dos índices y el IPC.¹⁶

– Sin embargo, ello no sería suficiente. De hecho el IPC puede aumentar por dos motivos diferentes. De una parte, por ajustes de precios de bienes y servicios, consecuencia de las decisiones de los agentes económicos con respecto a la demanda o a la oferta. De otra parte, pueden ocurrir cambios en el IPC debidos a aumentos generalizados en la demanda efectiva, como resultado de incrementos en la liquidez de la economía resultado de medidas adoptadas por el banco central. La inflación que le interesa al BCCR controlar y disminuir es esta segunda. En cuanto a la primera, los cambios en los precios son necesarios y convenientes, pues representan las señales del mercado, a fin de que consumidores y productores ajusten sus decisiones.¹⁷

¹⁶ Precisamente, White (2006) en una importante publicación reciente, plantea las serias limitaciones y graves errores en que puede incurrir la política monetaria cuando tiene como objetivo solo la estabilidad de precios, es decir combatir la inflación.

¹⁷ En términos de la escuela “austriaca” la primera modificación señalada del IPC se refiere al cambio externo en el valor

- ¿Quién determina la meta anual de la inflación? El BCCR o las autoridades políticas, valga decir, el Ministerio de Hacienda, ¿cuál de las dos entidades?

La fijación anual de la tasa de inflación es, sin duda, una decisión política. De hecho, esa decisión tiene repercusiones sociales, económicas y, por consiguiente, políticas, muy importantes. Por ello, con cierta frecuencia, se considera que debería ser en el seno de organismos políticos, como el Consejo de Gobierno, la Presidencia de la República, el Ministerio de Planificación, o bien, el Ministerio de Hacienda, en donde debería tomarse esta decisión. Desde otro punto de vista, se argumenta, sin embargo, que es conveniente no “politizar” demasiado esa determinación, lo cual se lograría si fuera tomada por el BCCR, además de que la información necesaria para hacerlo, precisamente, es en esa Institución en donde se encuentra.

Se buscaría así una división del trabajo: el Ministerio de Hacienda, establecería cada año la meta de inflación (decisión “política”) y el banco central decidiría acerca de los instrumentos para alcanzarla (¿cuáles utilizar? ¿en cuál oportunidad? ¿por cuánto tiempo? ¿con qué intensidad?), es decir, una decisión de carácter “técnico”.

- ¿Cuál ha de ser la velocidad para reducir el ritmo de la inflación? La experiencia de la mayoría de los países que han adaptado las metas de inflación indica la necesidad de un proceso paulatino. Pretender acelerar el paso es un mal consejo. La idea consiste en avanzar lentamente, pero a paso firme. No sería de extrañar que en el caso de Costa Rica se requiera un quinquenio para disminuir la inflación actual de (10% - 12 por año) a un nivel acorde con la inflación internacional (3% - 4% anual). Al respecto, es muy importante tener claro que el éxito del proceso de abatir la inflación depende, una vez resuelto el problema del déficit del banco central, en gran medida, de la mayor o menor confianza y credibilidad que los agentes económicos tengan en los responsables de tomar las decisiones, en este caso, el Ministerio de Hacienda y el banco central. Por ello, el punto realmente importante consiste en poder alcanzar, cada año, la meta de inflación fijada previamente. Ello permitiría a los agentes económicos anticipar los ajustes que el banco central adoptaría en el uso de sus instrumentos, ante la evolución de las variables macroeconómicas (Kahn, p.44).

de la moneda, la segunda al cambio interno en el valor de la moneda. El banco central debe preocuparse por este último caso, no por el primero.

Adoptar la meta de inflación como objetivo principal, obliga al BCCR a controlar el grado de liquidez dentro de la economía. En algunas oportunidades deberá tratar de aumentarla, en otras de restringirla. Dentro de esta perspectiva, la tasa de interés de muy corto plazo (*overnight*) desempeñará un papel muy importante. En ese mercado financiero es en donde el BCCR inyectará liquidez o la absorberá, según sea necesario, a través de los bancos comerciales, únicos intermediarios financieros con acceso a ese mercado. La tasa de interés *overnight* influirá la curva de rendimiento, a los diferentes plazos, en todo el mercado financiero nacional.

Ahora bien, para lograr un funcionamiento adecuado del mercado *overnight* se requiere:

- perfeccionar y ampliar la cobertura del sistema de pagos electrónico en línea (*on line*), existente;
- establecer un sistema operativo de anotación en cuenta para títulos de la deuda pública (Gobierno y BCCR), pues estos son los que los bancos comerciales dan en garantía en este mercado; y
- obtener la autorización legal al BCCR para formalizar operaciones de crédito, así como “reportos”, en dicho mercado.¹⁸

En tanto el mercado *overnight* opere de manera satisfactoria, entonces el BCCR no tendría mucha necesidad de realizar operaciones de mercado abierto, con títulos de más largo plazo y a tasas de interés más elevadas, siempre que se resuelva el problema de sus pasivos. Por ello el mercado *overnight* reviste una gran importancia dentro del conjunto de instrumentos del BCCR.

Debe tenerse presente, sin embargo, el problema de las pérdidas del BCCR, pues tiene una estrecha relación con el *inflation targeting*. De hecho, si la tasa de inflación lograra reducirse, de manera significativa, el señoreaje disminuiría *pari passu*.¹⁹ Entonces el banco central perdería la fuente tradicional de financiamiento de sus pérdidas. Por ello resulta difícil aspirar a establecer las metas de inflación como ancla de la

¹⁸ Se entiende por “reporto” una operación financiera que consiste de dos compromisos tomados de manera simultánea. En uno de ellos, A vende a B un título valor a un determinado precio. En el otro, B se compromete a vender a A y A se compromete a comprar a B un título valor de idénticas características (valor nominal, tasa de interés, plazo de vencimiento) en un precio y a un plazo previamente convenidos en el segundo de los compromisos.

¹⁹ El señoreaje disminuiría además si el proceso de dolarización avanza, pues la base monetaria se contraería.

política monetaria, sin resolver el problema del déficit del BCCR.

Mientras se toman las disposiciones legislativas y administrativas relativas al financiamiento del déficit del BCCR, así como a la reforma del régimen cambiario y a la adopción de una nueva “ancla” para la política monetaria (*inflation targeting*), el BCCR podría no obstante avanzar, mediante la adopción de medidas tales como las siguientes:

- Disminuir la absorción de colones cuando compra divisas, si se considera satisfactorio el nivel de RMI.
- Ampliar, de manera paulatina, el tipo de cambio de intervención, sea la diferencia entre el tipo de cambio de venta y el de compra, que el BCCR establece diariamente. Se crearía así un espacio creciente para que los agentes económicos lleven a cabo sus transacciones en divisas fuera del banco central.
- Considerar la posibilidad de reactivar el funcionamiento de las “casas de cambio”, como intermediarios financieros dedicados exclusivamente a la compra y venta de divisas. Ellas operarían de manera separada de los bancos comerciales, para reducir el impacto de la especulación cambiaria en la situación financiera de los bancos comerciales.
- Continuar el proceso de fortalecer el blindaje del BCCR. Además de la participación del país en el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR), sería conveniente buscar otras posibles fuentes de financiamiento, tales como el Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE) y un acuerdo entre los bancos centrales de la región centroamericana, como con el Banco de México.

2. La supervisión prudencial

Un sistema de supervisión prudencial moderno, ágil e innovador es un requisito indispensable para el desarrollo sano y acelerado del sistema financiero. En Costa Rica se ha avanzado en esta dirección; sin embargo, queda un largo camino por recorrer. Varios temas requieren atención urgente.

La supervisión regional. La consolidación del mercado financiero centroamericano ha permitido a los bancos nacionales operar en el ámbito regional, incluido Panamá y viceversa, a bancos regionales en el mercado nacional. Por consiguiente, la situación de un banco en alguno de los países incide en la estabilidad del sistema financiero de cada uno de los

demás países. Esto obliga a la convergencia de las normas regulatorias y de supervisión de las superintendencias nacionales, a fin de evitar el arbitraje regulatorio. De ahí la necesidad de estrechar la coordinación de las seis superintendencias (Centroamérica y Panamá); por ejemplo, en cuanto al intercambio de información y a las inspecciones *in situ* y a la convergencia en la calidad de la supervisión prudencial.

La supervisión diferenciada. En repetidas ocasiones se ha insistido en la necesidad de adoptar medidas especiales, de parte de la Superintendencia General de Entidades Financieras (SUGEF) cuando se trata de operaciones crediticias de las micro, pequeñas y medianas empresas (Mipymes). Debe reconocerse sin embargo, que ya la SUGEF flexibilizó los requisitos en cuanto a las garantías de este tipo de operaciones crediticias. De hecho, la exigencia se circunscribe únicamente a que el funcionario bancario, a cargo del trámite del crédito, certifique un flujo de caja en el cual se incluya la atención (intereses y amortización) del respectivo préstamo.

La supervisión consolidada. Este tema ha ocasionado serias desavenencias entre reguladores y regulados. En la actualidad, los grupos financieros están obligados a constituir una compañía controladora (*holding*) y a consolidar los estados financieros de las diferentes empresas del respectivo grupo, sean bancos, empresas de arrendamiento (*leasing*), fondos de inversión, sistemas de pensiones, o cualesquiera otras actividades financieras. La manzana de la discordia la constituye el tratamiento propuesto para los bancos *off-shore* propiedad de las empresas controladoras, tanto desde el punto de vista de la supervisión prudencial y como del tributario.

En cuanto a la supervisión prudencial no hay duda de la necesidad de consolidar los estados financieros de las empresas controladoras. De hecho, un mal paso del banco *off-shore* bien puede poner en peligro la situación de las empresas controladoras como un todo. Esto al menos por dos motivos. En primer lugar, debido a las operaciones activas (préstamos concedidos y títulos adquiridos) de las entidades financieras de las empresas controladoras con el banco *off-shore*,²⁰ las cuales no podrían ser atendidas si éste sufriera serios quebrantos, y peor aun si fuera a la quiebra. En se-

²⁰ Las operaciones pasivas, es decir los préstamos que el banco *off-shore* concede a las empresas de la empresa controladora o los títulos que les compre, no representarían un problema para la empresa controladora si el banco *off-shore* llegara a tener dificultades.

gundo lugar, si los clientes de las empresas controladoras retiraran sus fondos, por desconfianza ante las dificultades del banco *off-shore*.

En estas circunstancias, es fácil entender la razón que le asiste a la Superintendencia de tener acceso a la información de las operaciones del banco *off-shore*, como lo hace con respecto a las demás empresas de empresas controladoras. Sin embargo, se presentan dificultades cuando la SUGEF no puede lograrlo por no contar con la autorización de las entidades supervisoras del país en donde opera el banco *off-shore*.

La situación sería, claro está, muy diferente si la empresa controladora costarricense no fuera propietaria del banco *off-shore*, sino de los mismos accionistas costarricenses de la compañía controladora, pero a título personal. En este caso, la SUGEF no tendría razón de supervisar al banco *off-shore*, al igual que tampoco podría pretender supervisar a todos los bancos *off-shore*, propiedad de costarricenses que desde el extranjero tengan operaciones financieras –pasivas y activas– con clientes costarricenses.²¹ La SUGEF debería establecer, claro está, normas para los bancos comerciales que funcionen en territorio nacional, en cuanto a las operaciones activas que realicen con bancos comerciales en el exterior.²²

La supervisión coordinada. En vista de la proliferación y especialización de los intermediarios financieros en el transcurso de los últimos años, ha sido necesario crear tres diferentes entes supervisores dedicados, respectivamente, al ámbito bancario, al de las pensiones y al de las operaciones bursátiles. Además, se creó el Consejo Nacional de Supervisión de Sistema Financiero (CONASSIF) cuyo propósito consiste en decidir acerca de la política de regulación y supervisión.

Ahora bien, como las empresas controladoras son propietarias de varios intermediarios financieros y es necesario supervisarlas de manera consolidada, entonces es indispensable asegurar la debi-

²¹ Sin embargo, si el público identificara estrechamente al banco *off-shore* con algún banco local, propiedad de la empresa controladora, entonces sí lo podría perjudicar si al banco *off-shore* le va mal.

²² Desde el punto de vista fiscal podrían seguirse varios caminos: *i)* establecer un canon o una licencia anual a la empresa controladora cuando un banco *off-shore* forme parte del grupo financiero; *ii)* cuando el banco *off-shore* opere en un “paraíso fiscal” debería pagar el impuesto sobre la renta cuando se generen las utilidades. Otros bancos *off-shore* que no operen en “paraísos fiscales”, pagarían el impuesto sobre la renta cuando repatrien sus utilidades; y *iii)* establecer una retención a todo pago que desde Costa Rica se haga al extranjero por concepto de intereses sobre pasivos, independientemente de si son bancarios o de otra naturaleza.

da coordinación de la función de supervisión. La división de trabajo es conveniente. Debe, empero, evitarse la duplicación de funciones, la multiplicación de reglamentos y disposiciones, así como los requisitos de información. La supervisión es una función necesaria, sin duda, pero dado su costo debe racionalizarse, es decir, circunscribirse a aquello indispensable. Este esfuerzo representa el mayor reto que enfrenta, en la actualidad, el CONASSIF. Sobre este tema bien puede plantearse si no sería más conveniente contar con un solo ente supervisor.

Es necesario ampliar las facultades de la SUGEF, sobre todo cuando se trata de la intervención de intermediarios financieros. Hoy los caminos son solamente dos: devolver la institución a sus propietarios, si se han atendido las peticiones de la SUGEF, o bien, llevar la institución a la quiebra. La SUGEF debería disponer de otras opciones, tales como promover fusiones, realizar recapitalizaciones, o la venta parcial o total. El sistema actual es, además lento y caro, lo cual debería subsanarse. Es muy necesario poder sacar cuanto antes, las manzanas en malas condiciones de la canasta.

La Asociación Bancaria Costarricense (ABC) dispone de un fondo de contingencia, cuyos recursos han sido utilizados para proteger a los “pequeños” cuentacorrentistas cuando algún banco privado ha ido a la quiebra. La SUGEF debería ver con buenos ojos que la ABC destinara los recursos de ese fondo a comprar un seguro, cuyo propósito sería garantizar los depósitos bancarios “pequeños”. De esta manera, un mecanismo que propicia el *moral hazard* se transformaría en uno que promovería el mejoramiento del sistema bancario, pues la prima del seguro a pagar por cada banco guardaría relación con su calificación.

Los funcionarios de la SUGEF deben estar protegidos ante posibles demandas y acusaciones, planteadas por los involucrados en la intervención de los intermediarios financieros. Se trata de proteger la independencia de tales funcionarios, a fin de poder llevar a cabo sus tareas sin interferencias o amenazas de esta naturaleza. Sin embargo, cuando se trate de dolo o de negligencia de esos empleados, los interesados sí podrían actuar judicialmente para salvaguardar sus derechos.

El financiamiento de la función de supervisión, no solo bancaria (SUGEF), sino también de valores (SUGIVAL), de pensiones (SUPEN) y del CONASSIF, es un tema controversial. Desde cierto punto de vista, la supervisión es un servicio y como tal los supervisados deberían pagar por dichos servicios. Desde

otro punto de vista, la supervisión es una especie de bien público (proteger al público, evitar crisis financieras) y por ello su costo debería ser sufragado por la sociedad. En todo caso, no pareciera razonable que los supervisados deban asumir costos cada vez más elevados por concepto de supervisión, mientras no exista algún mecanismo para determinar si ellos son los adecuados, por ejemplo, a la luz de alguna comparación internacional.

Es indispensable tener en cuenta la urgente necesidad de lograr y mantener una estrecha relación entre la supervisión prudencial en el ámbito microeconómico y en el ámbito macroeconómico. Ambas deben concurrir, aunque son diferentes. El objetivo de la supervisión micro prudencial consiste, básicamente, en proteger a los depositantes, es decir reducir los costos de los errores de los intermediarios financieros; mientras el de la supervisión macro prudencial busca más bien la estabilidad del sistema financiero como un todo, evitando el “riesgo sistémico”, es decir, se trata de proteger a la sociedad de las crisis financieras.

Ahora bien, debe tenerse presente que las causas de las crisis del sistema financiero, con frecuencia son exógenas a los intermediarios financieros, tal el caso de los *shocks* externos o de los cambios importantes y súbitos de los términos de intercambio.

Por ello, desde el punto de vista de la supervisión micro prudencial la estabilidad del sistema financiero estaría asegurada, en el tanto la situación de cada una de las entidades que lo integran sea satisfactoria. Pero esto no es así, cuando se trata de la supervisión macro prudencial, por cuanto factores exógenos, como los ya señalados, pueden poner en serias dificultades a los intermediarios financieros y ocasionar crisis financieras.

La consecuencia es clara: medidas de supervisión micro prudencial, convenientes desde la perspectiva de las entidades bancarias vistas individualmente, pueden resultar inconvenientes para la estabilidad del sistema financiero como un todo. Esta consideración lleva a Crockett (2000), en su importante contribución, a afirmar que “...el intento de estabilización puede convertirse en un intento de desestabilización” (pag 10). Para este mismo autor (pag 9), la dificultad central de la supervisión macro prudencial consiste en que la tarea de mantener la estabilidad del sistema financiero depende de varias instituciones, cuyas perspectivas y responsabilidades son diferentes. De hecho, deben estar presentes al menos las entidades supervisoras (SUGEF y CONASSIF), el banco central (política monetaria, en especial tasas de interés) y el Ministerio de Hacienda (gasto público). Por consiguiente, la supervisión prudencial rebasa el ámbito de acción de

los entes supervisores y requiere la acción de otras instituciones, lo cual plantea, al rojo vivo, el problema de la coordinación entre ellas.

Tres consideraciones finales son pertinentes en cuanto a la supervisión prudencial.

Primera. A pesar de las insuficiencias de la función de regulación y supervisión en Costa Rica, en las últimas dos décadas no han ocurrido crisis macroeconómicas, como consecuencias de problemas originados en el sistema bancario. En efecto, cuatro hechos han suplido dichas insuficiencias:

- Los banqueros comerciales han sido prudentes. Su objetivo ha consistido en sacar adelante el negocio a base de rentabilidad, eficiencia y solvencia.
- El mercado “descontó” el efecto de la quiebra de los bancos comerciales y más bien el sistema financiero sintió alivio cuando al fin ocurrió.
- El fondo de contingencia de la ABC permitió proteger a los depositantes “pequeños”, al margen de los recursos que los acreedores y accionistas pudieron recuperar.
- La ausencia de crisis macroeconómicas.

Segunda. La supervisión prudencial, para efectos prácticos, nunca será completamente satisfactoria. Persistirán, de hecho, intereses y puntos de vista contrapuestos. Las discrepancias se mantendrán, sin duda, entre:

- Las obligaciones de los supervisores y los derechos de los supervisados.
- Las diversas instituciones a cargo de la supervisión micro prudencial y de la supervisión macro prudencial.
- La necesidad de evitar las crisis financieras, para salvaguardar la estabilidad macroeconómica y, promover el crecimiento ordenado del sector financiero como factor importante del desarrollo económico del país.

Tercera. La supervisión prudencial es indispensable y, a la vez, es costosa, por ello debe economizarse. Además, debe siempre recordarse que cuanto más se trate de controlar y de supervisar, en realidad, menos se logrará conseguir ambos objetivos.

3) *El sistema bancario*

Dos características importantes del sistema bancario costarricense deben mencionarse: primera,

el funcionamiento de importantes bancos comerciales estatales (Banco Nacional, Banco de Costa Rica, Banco Crédito Agrícola) y uno público, el Banco Popular y segunda, la propiedad de algunos bancos comerciales privados en manos extranjeras, especialmente de otros bancos centroamericanos (El Salvador y Nicaragua), así como de panameños y más recientemente, de puertorriqueños y estadounidenses.

Dentro de este marco, debe recordarse que con frecuencia, en no pocos países, las crisis financieras generalizadas se han originado en el quebranto experimentado por algún intermediario financiero, hecho que luego contagió a todo el sector. En Costa Rica, si bien en el transcurso de los años algunos bancos, privados y públicos, se han visto obligados a cerrar sus puertas, en ningún caso han sido suficientemente “grandes” como para generar crisis financieras generalizadas. El origen de los problemas es bien conocido: capitalización insuficiente, administración inadecuada de riesgos, costos de operación demasiado elevados, servicios financieros inadecuados y caros.

El BCCR y los entes supervisores han puesto especial empeño en el fortalecimiento y modernización del sistema bancario, a fin de que cuando ocurra la salida del mercado de alguno de los bancos, sea percibida por el resto del sector bancario como un hecho normal y, por consiguiente, no desencadene efectos que contagien a todo el sistema financiero. A pesar de la atención que se ha puesto a este tema, en la actualidad, son varias las preocupaciones existentes y la necesidad de tomar determinadas medidas pareciera inescapable.

El sistema bancario debe reflejar condiciones competitivas, semejantes a las prevalecientes en otros sectores de la economía nacional. De no ser así, los inversionistas, simplemente, canalizarían sus recursos a otros sectores. Con este propósito se debería:

- Eliminar una serie de impuestos que recaen, de manera exclusiva, sobre los bancos comerciales, como son las contribuciones forzosas que deben hacer cada año a favor de las cooperativas y del fondo nacional de préstamos para la educación superior.
- Modificar la legislación, a fin de subsanar los obstáculos que dificultan, de manera muy marcada, a los intermediarios financieros cobrar sus préstamos y poder en otros casos, disponer más fácilmente de los activos recibidos en dación de pagos.
- Establecerse la obligación al Banco Popular de

pagar impuestos y contribuciones, igual como lo hacen los demás bancos comerciales, estatales y privados. Además, debería eliminarse la contribución obligatoria que recae sobre las planillas de las empresas a favor de este banco. Quizás en sus primeras etapas dicha contribución fue necesaria para capitalizar al Banco Popular, pero ya hoy no existe justificación para mantenerla. Es necesario que el Banco Popular compita, en igualdad de condiciones, con los demás bancos comerciales.

Las condiciones en que operan, en la actualidad, los bancos comerciales estatales y públicos y los bancos comerciales privados son desiguales. En algunos casos se discrimina en contra de los primeros, en otros en contra de los segundos. De hecho, la “cancha” en la cual juegan ambos contendientes no está debidamente “nivelada”. Para promover la competencia entre unos y otros es necesario tomar diversas medidas de diferente naturaleza:

- Los bancos estatales y públicos deben disfrutar de mayor flexibilidad para nombrar y despedir a su personal, fijar las remuneraciones de sus funcionarios, así como para adquirir los equipos necesarios para su funcionamiento.
- La obligación de parte de los bancos comerciales privados de prestar a los bancos comerciales estatales un monto equivalente al diecisiete por ciento de los recursos que captan del público, a una tasa del inferior a la del mercado, debe eliminarse. Esta norma representa un subsidio, cuyo pago es sufragado por los clientes de los bancos comerciales privados, lo cual aumenta los costos de transacción y representa una desventaja competitiva.
- Los bancos comerciales estatales disfrutaban de un seguro de depósito, a cargo del Estado, del cien por ciento sobre sus operaciones pasivas (captaciones del público en cuentas corrientes y de ahorro y ventas de sus títulos). Se trata de un subsidio a favor de estos bancos comerciales, pues el Estado no les cobra por ese seguro. El Estado asume así un pasivo contingente, que se transformó en real cuando el Banco Anglo Costarricense cerró sus puertas, hace algunos años.
Ahora bien, ese seguro debería sustituirse por uno a favor solo de los depositantes “pequeños”, tanto en los bancos comerciales del Estado, como en los bancos comerciales privados. Cada banco comercial deberá pagar la prima correspondiente a su seguro. No pareciera convenientemente

te mantener un sistema como el actual, cuya amplitud es tan extensa que cubre aun a las corporaciones internacionales, ni tampoco cargar a las finanzas gubernamentales un costo que debe ser asumido por los bancos comerciales estatales.²³

- Finalmente, las trabas a la entrada de nuevos intermediarios financieros, ya sean nacionales o extranjeros, deben reducirse sustancialmente. Los costos y condiciones en tales casos deben existir pero no ser excesivos, a fin de promover la competencia en el mercado financiero.

Es necesario reiterar, una vez más, que las condiciones de funcionamiento de entes estatales, como bancos comerciales, no podrá ser igual a las de las empresas privadas. Los bancos comerciales estatales administran activos públicos y como tal deben estar sometidos al control público, es decir, a disposiciones legales diferentes de las que se aplican a los bancos comerciales privados. Se puede y se deben flexibilizar las disposiciones y normas aplicables a los bancos comerciales estatales, para permitirles mejorar sus condiciones competitivas, pero siempre subsistirán condiciones diferentes, como consecuencia de su naturaleza de entes públicos.

El proceso de racionalización de los bancos comerciales estatales debe continuar. Los próximos pasos consistirán en:

- Fusionar el Banco Crédito Agrícola de Cartago con el Banco de Costa Rica. El objetivo de este último sería la generación de utilidades, cuyo destino no debe consistir necesariamente cada año, en aumentar su patrimonio. De hecho, los organismos políticos, concretamente el Consejo de Gobierno, podría darles otro destino. En efecto, al Estado no le interesa dedicar una parte significativa de su patrimonio al financiamiento de corporaciones privadas, que disponen de todas maneras de otras fuentes de financiamiento. Más bien su interés reside, ya sea en vender ese banco y destinar el rendimiento del producto de la venta a otros propósitos, o bien, no venderlo y destinar sus utilidades a otros fines. Por ejemplo, al financiamiento de un programa para aumentar la cobertura de la enseñanza media, mediante un subsidio en efectivo a las familias.
- El Banco Hipotecario de la Vivienda debe ser

²³ Este representa el principal obstáculo para autorizar a los bancos comerciales estatales a operar en otros países.

absorbido por el Banco Nacional de Costa Rica. Esta decisión, al igual que la del caso anterior, se llevaría a cabo en aras de alcanzar cierta masa crítica y lograr el saneamiento y fortalecimiento del sistema financiero.

- El Banco Nacional de Costa Rica orientaría sus actividades a los siguientes programas:
 - El fortalecimiento de las micro, pequeñas y medianas empresas (Mipymes) rurales y urbanas (crédito, alfabetización informática, asistencia técnica), con el propósito de democratizar la propiedad de los medios de producción, aumentar la productividad y competitividad de la economía nacional y, por ende, las oportunidades de empleo. Este programa debe mantener la rentabilidad actual, pues de lo contrario tendría efectos negativos, tanto para los microempresarios como para el Banco Nacional.²⁴
 - La administración de un programa crediticio para aumentar la cobertura de la enseñanza media.
 - El financiamiento de vivienda de clase media, por medio de la titularización de hipotecas.
 - La canalización de fondos de las operadoras de pensiones al financiamiento de proyectos de obras públicas (gobierno, empresas estatales y concesionarios de obras públicas), mediante la titularización de los ingresos futuros de dichos proyectos.

En el caso del Banco Nacional, sus utilidades se reinvertirían en la institución cada año, para aumentar su patrimonio, dada la trascendencia socio-económica de sus programas y sobre todo en vista de la escasez de otras fuentes de financiamiento para programas de esta naturaleza.

Los bancos comerciales estatales y públicos deben mejorar la información que suministran a los organismos políticos y al público en general. No se trata solo de la información requerida por la SUGEF, sino también presentar un informe anual al Consejo de Gobierno y a la Asamblea Legislativa, tanto sobre su situación financiera, como acerca del cumplimiento de los programas a su cargo. Se trata así de mejorar la rendición de cuentas de los bancos comerciales propiedad del Estado.

También sería conveniente suministrar al público la calificación de los intermediarios financieros, reali-

²⁴ Véase Honohan (2004), pp. 44-45, sobre este tema.

zada ya sea por la SUGEF o por empresas calificadoras privadas.

4) La dolarización

Una y otra vez, se ha llamado la atención sobre el ritmo acelerado del proceso de dolarización de *facto* experimentado por la economía costarricense y los serios peligros derivados de este hecho. La dolarización de pasivos y de activos financieros ha sido notoria de parte de los agentes económicos en general y de los intermediarios financieros en particular. Si en esta situación se diera una devaluación “fuerte” del colón, se causarían entonces graves perjuicios a la economía en su conjunto. Los deudores en dólares no podrían hacer frente a sus obligaciones, con las consiguientes dificultades para los intermediarios financieros. Lo cual, a la vez, pondría también en graves aprietos a los ahorrantes y deudores en colones. Esta situación se empeoraría debido al aumento de la demanda por dólares de parte de quienes desean protegerse de la devaluación creciente de la moneda nacional. Todo ello bien podría generar una crisis cambiaria, bancaria y de balanza de pagos generalizada, con el consiguiente efecto negativo en la producción nacional, el empleo y la inflación.

La razón de la dolarización no pareciera residir en el “riesgo país”, pues una proporción elevada de los activos financieros denominados en dólares, en manos de los agentes económicos costarricenses, consisten en títulos del Gobierno y del BCCR. La dolarización “normal” se debe más bien a la sana decisión de los agentes económicos de diversificar su cartera de activos y pasivos como medida de precaución ante las fluctuaciones del tipo de cambio en los mercados financieros, nacional e internacional, y a las necesidades propias de las transacciones en dólares de los agentes económicos, en una economía tan abierta –comercial y financieramente– como la costarricense. La dolarización “excesiva” o “anormal” se debe, principalmente, a tres hechos. Primero, a las tasas de interés más elevadas en colones, originadas en el financiamiento del déficit fiscal (incluidas las pérdidas del BCCR); segundo, al deseo de reducir los costos de transacción del cambio de la moneda nacional por la extranjera y viceversa y tercero, al régimen vigente de las minidevaluaciones el cual, hasta cierto punto, “oculta” el riesgo cambiario y, por lo tanto, propicia el endeudamiento en dólares sin mayor preocupación.

Es necesario hacer dos observaciones:

– El peligro que representa, en el caso costarricense, una mayor vulnerabilidad del sector fi-

nanciero, como consecuencia del proceso acelerado de dolarización de *facto*, se ha sobredimensionado. No cabe duda del aumento de la volatilidad: una devaluación “fuerte” tendría graves consecuencias. Sin embargo, con mucha frecuencia, se pasa por alto analizar las razones que podrían ocasionar una devaluación “fuerte”, así como la probabilidad de que ocurran en la realidad.

Lizano (2004), pp. 107-122 examina detalladamente este tema. Valga recordar aquí la experiencia de Costa Rica, en las últimas dos décadas. De hecho, las variaciones de los términos de intercambio y de la capacidad para importar, así como las crisis financieras internacionales, las entradas y salidas de capitales especulativas (*hot money*), no han originado crisis generalizadas de la economía nacional, ni tampoco la política monetaria del BCCR y el comportamiento de los intermediarios financieros. La única causa que podría producir un fenómeno de esta naturaleza sería un ataque especulativo de gran magnitud contra el colón. Pero ello ocurriría solo ante graves perturbaciones de carácter político, o bien, ante catástrofes naturales.²⁵

– Si el proceso de dolarización de *facto* se hubiera impedido, mediante la adopción de un conjunto de medidas de parte del BCCR y de la SUGEF, ello hubiera significado confinar a los actuales deudores en dólares al mercado financiero nacional, es decir, forzarlos a endeudarse en colones. Esto, a la vez, hubiera elevado aún más las tasas de interés en colones, con el consiguiente costo adicional para el sector privado y el sector público.

Por ello al analizar el tema de la creciente dolarización de *facto* que ha experimentado el país en los últimos años, deben considerarse, primero, las circunstancias reales en las cuales el peligro de una mayor vulnerabilidad llegue a desembocar en una crisis económica generalizada y segundo, el costo adicional en que hubieran tenido que incurrir los deudores privados y públicos, de no haber ocurrido la dolarización *de facto*.

²⁵ Recientemente, Goldstein (2005) analiza los efectos de una eventual disminución significativa y simultánea de la tasa de crecimiento económico en EE.UU. y en China, en las economías “emergentes”. Los efectos se deben a cambios en los términos de intercambio y la capacidad para importar, en los flujos de capital privado, en las tasas de interés internacionales y en el tipo de cambio del dólar. En el caso de Costa Rica, dichos efectos sin duda, serían razón suficiente para ocasionar una disminución en la tasa de crecimiento económico, pero no para generar crisis cambiarias, bancarias o de balanza de pagos.

El camino a seguir para hacer frente a la dolarización *de facto* consta de varios puntos:

- Ordenar las finanzas públicas, incluido el déficit del BCCR. Así, la inflación y las tasas de interés en colones disminuirían.
- Proceder a indexar la deuda pública, pero no con el dólar, sino con la inflación interna.
- Mejorar el “blindaje” del BCCR.
- Adoptar una política cambiaria más flexible que obligue a los agentes económicos a percibir mejor el riesgo de las fluctuaciones cambiarias.
- Mantener la apertura de la cuenta de capital, para facilitar las transacciones, activas y pasivas, en moneda extranjera.
- Promover la competencia entre los intermediarios financieros, nacionales y extranjeros, a fin de reducir los márgenes de intermediación financiera. Esta tarea, debe reconocerse, no es fácil dada la presencia de elementos oligopolísticos en la banca comercial costarricense.

De avanzarse en esta dirección, la dolarización *de facto* tendería a perder ímpetu. El colón estaría en mejor condición de competir con el dólar, sin necesidad de caer en la tentación de establecer impuestos, explícitos o implícitos, ni medidas restrictivas para obstaculizar los movimientos de capitales, las cuales tan solo crean incertidumbre y aumentan los costos de transacción.

5) Las operaciones bursátiles

Las operaciones bursátiles en el mercado financiero costarricense no juegan aun el papel importante que desempeñan en otros países. De hecho, no pocas empresas han procedido a “desinscribir” sus títulos de la Bolsa Nacional de Valores (BNV), en vista de los trámites y costos existentes en la actualidad. Deberá entonces llevarse a cabo un esfuerzo especial a fin de mejorar esta situación en el futuro cercano.

Así las cosas, los temas que demandan atención prioritaria serían los siguientes:

- Las operaciones denominadas como “recompras” deberían disponer de un mayor respaldo (garantía) del que tienen en la actualidad, para disminuir la vulnerabilidad del sistema financiero.
- Es necesario hacer una diferenciación clara en-

tre las operaciones de corretaje (*brokerage*), en las cuales no existe riesgo financiero, pues, se trata sólo del cobro de comisiones por la compra y venta de títulos y las operaciones que implican tomar “posiciones”, las cuales, evidentemente, sí acarrearán riesgos financieros. Esta separación de funciones es indispensable a fin de lograr mayor transparencia y protección de los clientes.

- Los costos de inscribirse y de operar en bolsa deben revisarse, con la idea de disminuirlos para así promover el aumento del volumen de operaciones.
- Deben facilitarse las transacciones de títulos extranjeros, en especial de los demás países centroamericanos y de los panameños, en procura de consolidar el espacio financiero de Centroamérica.²⁶
- En vista de la posible sustitución del régimen cambiario, la BNV debería poner a funcionar cuanto antes un mercado de divisas a futuro. Si se avanza en esta dirección se lograría lo siguiente:
 - disminuir la vulnerabilidad del sistema financiero;
 - aumentar la clientela de la BNV y fortalecer esta fuente de financiación, tanto de operaciones pasivas como de activas; y
 - promover la competencia interna entre los intermediarios financieros y la externa con otros intermediarios bursátiles de la región centroamericana.

6) El sistema de pensiones

El país ha tomado, recientemente, dos medidas importantes en relación con el sistema de pensiones. En primer lugar, se rompió el monopolio de pensiones que tenía la Caja Costarricense de Seguro Social (CCSS), al permitir la creación de operadoras privadas de pensiones, para administrar el régimen complementario de ahorro obligatorio creado por la Ley No. 7983, Ley de Protección al Trabajador.²⁷ El sistema ha quedado configurado por:

- el régimen de Invalidez, Vejez y Muerte (IVM), el cual es un seguro social administrado por la

²⁶ Se facilitaría así a un inversionista de Guatemala comprar en la BNV de Costa Rica títulos de un emisor salvadoreño que desea utilizar esos recursos para financiar una nueva empresa en Honduras, por ejemplo.

²⁷ Gaceta 35, alcance No. 11 del 18/2/2000.

CCSS y financiado por cuotas de empresas, trabajadores y gobierno;

- los regímenes especiales de pensiones, por ejemplo, el del Magisterio Nacional y el del Poder Judicial, cuya administración y financiamiento está a cargo del Gobierno y los interesados;
- el régimen de ahorro obligatorio en cuentas individuales, cuya administración está a cargo de operadoras de pensiones privadas o públicas y financiado por cuotas de los trabajadores y de las empresas;
- el régimen denominado “no contributivo”, cuya administración está a cargo de la CCSS y el financiamiento corre por cuenta del Gobierno;
- el régimen de ahorro individual voluntario, con el propósito de comprar una anualidad o una pensión, dentro o fuera del país;

En segundo lugar, la CCSS modificó su régimen de pensiones de invalidez, vejez y muerte, a fin de reducir el déficit actuarial que lo aquejaba. Las medidas se refieren a la edad de retiro, las cuotas patronales y el monto de la pensión, de esta manera se pospone el problema financiero, aproximadamente, por quince o veinte años. No se trata de eliminar el déficit actuarial, sino más bien de desplazarlo en el tiempo. Sin embargo, la tarea no está concluida y debe continuarse. Varios temas importantes se encuentran aun sobre la mesa:

- precisar el ámbito de acción de la SUPEN, referente a la reglamentación y a la supervisión de los diferentes regímenes de pensión, incluido el análisis de la situación financiera de cada uno de ellos y de cada una de las operadoras de pensiones;
- llevar a cabo la revisión de la política de inversión de los fondos acumulados por las operadoras de pensiones, especialmente en lo que se refiere a la adquisición de títulos denominados en monedas extranjeras y a la posibilidad de adquirir títulos emitidos por entidades estatales o empresas privadas para financiar obras públicas;
- someter a un análisis permanente, por parte de la SUPEN, los costos de administración de las operadoras de pensiones, así como del ente SICERE (Sistema Centralizado de Recaudación) de la CCSS a cargo de recaudar los fondos del régimen de ahorro obligatorio y de rembolsar-

lo a las diferentes operadoras de pensiones.

Además, el país debe plantearse el tema del futuro del sistema integral de pensiones a largo plazo, pues subsiste el problema de un importante déficit actuarial, cuya solución habrá de encararse. Asimismo, la proliferación de diversos regímenes y de diferentes “pilares”, no es conveniente, ni desde el punto de vista de la equidad ni desde el de su financiamiento, dada la situación de las finanzas públicas y el efecto de las cargas sociales sobre el costo del factor trabajo y su consecuente impacto sobre el volumen de empleo y la competitividad de la economía nacional.

Los temas que la SUPEN abordaría en su análisis de largo plazo sobre el futuro del sistema de pensiones, se han planteado también en otros países y son bien conocidos:

- Debe acaso sustituirse el sistema actual de “reservas” por uno de “reparto”, en el cual cada año las entradas de fondos sean iguales a las salidas. Se protegería así a los ciudadanos de posibles inversiones equivocadas de las reservas o de intervenciones políticas, como ha sucedido en algunos países.
- Deben consolidarse los regímenes en un único sistema nacional de pensiones. Esto reviste especial importancia si se tiene presente el desfinanciamiento de algunos de los regímenes actuales, surgidos, con frecuencia, de la acción de grupos de presión de funcionarios públicos.
- Deben sustituirse los cuatro regímenes -IVM, el “no contributivo”, el del ahorro individual obligatorio y los especiales- por uno solo,²⁸ el cual consistiría en una pensión pareja (*flat*) para todo ciudadano que alcance determinada edad. Su financiamiento se incluiría en el presupuesto de la República y los impuestos sobre las planillas (contribuciones de empresas y de trabajadores) se sustituirían, paulatinamente, por impuestos de carácter general.
- La SUPEN dispondría de un plazo prudencial - ¿dos años? – para realizar los estudios técnicos y someter su planteamiento a consideración de los organismos políticos. El tema de las pensiones involucra decisiones financieras de gran envergadura, además, afecta a toda la población. Por consiguiente, es preferible prever que curar.

²⁸ Claro está, la posibilidad del ahorro individual voluntario siempre subsistiría.

7) Los seguros

En Costa Rica aún existe el monopolio de seguros en manos de la empresa estatal Instituto Nacional de Seguros. Ello representa una rémora en el sistema financiero, por lo que esta situación habrá de modificarse lo más pronto posible. No se trataría de vender el INS, sino de abrir el mercado de seguros a la competencia de compañías aseguradoras privadas, nacionales o extranjeras, tal como aconteció en el caso de los bancos comerciales estatales. Se buscaría así crear la debida competencia (precios, cobertura, servicios) en el mercado de los diferentes seguros, para beneficio de los usuarios. Estos no tendrían necesidad de proceder, como sucede en la actualidad, de manera subrepticia para comprar, en el extranjero, pólizas de enfermedad y pólizas de vida. Además, se procedería a diversificar la inversión de las reservas técnicas de las compañías de seguros y evitar su concentración en títulos de Gobierno, como sucede actualmente.

La apertura del mercado de seguros es uno de los pasos significativos en la próxima etapa de la reforma del sistema financiero del país.

VI. Reflexiones finales

Las principales conclusiones pueden resumirse en la necesidad de:

- fortalecer el sistema financiero nacional, como condición *sine qua non*, para acelerar el ritmo de crecimiento económico del país,
- mejorar el sistema de pagos, para asegurar el funcionamiento adecuado de la economía monetaria;
- consolidar el sistema financiero informal y el formal y reducir así la fragmentación del sistema financiero;
- integrar el sistema financiero nacional al mercado financiero regional (Centroamérica y Panamá) y al internacional;
- propiciar una mayor competencia entre los bancos privados, nacionales y extranjeros, y los bancos estatales y públicos, mediante condiciones de operación menos discriminatorias;
- racionalizar los bancos estatales y públicos;
- continuar el mejoramiento de las tareas de su-

pervisión bancaria mediante la consolidación de los conglomerados financieros y de la debida coordinación de los entes supervisores;

- eliminar el monopolio estatal de los seguros y abrir ese mercado;
- realizar un planeamiento de largo plazo del sistema de pensiones; y
- remozar el mercado de valores.

Las acciones prioritarias y las tareas inmediatas para llevar a buen puerto la próxima etapa de la reforma del sistema financiero, son numerosas, de difícil aprobación y aplicación. Por ello es tan necesario poner manos a la obra cuanto antes.

Cuatro reflexiones finales son pertinentes, a saber:

- Primera. La aprobación y aplicación de la reforma del sistema financiero requiere el apoyo político de quienes saldrán beneficiados. De hecho, la disminución de la inflación y de las tasas de interés, el aumento de los recursos para las Mipymes, la mayor participación de los agentes económicos en la determinación del tipo de cambio nominal, y el mayor grado de competencia entre los intermediarios financieros, todo ello, sin duda, beneficiará a importantes grupos sociales y a los ciudadanos en general. Su apoyo permitirá neutralizar a aquellos grupos que se opondrán a la reforma.
- Segunda. El apoyo político para avanzar en el ámbito de las reformas del estado financiero, no ha sido satisfactorio. En este documento se recopilan algunos temas sobre los cuales existe un acuerdo entre los técnicos desde hace varios años. Sin embargo, no se han adoptado las decisiones políticas del caso. Por ello en la actualidad es más importante avanzar en el ámbito de la acción que en el del pensamiento. La acción ha de ser ahora la tarea prioritaria.
- Tercera. La reforma del sistema financiero no puede verse como una acción aislada, sino como parte de un planteamiento más amplio, que abarca el saneamiento de las finanzas públicas, la reorientación del gasto público (educación, infraestructura, seguridad), el aumento de la competitividad de la economía nacional y la inserción, comercial y financiera, de la economía costarricense en la economía internacional.
- Cuarta. No todo puede hacerse a la vez, por ello, si esta reforma del sistema financiero se lleva-

ra a cabo, aun quedarían temas en el tintero. Y otros más surgirán en el transcurso del tiempo. Lo importante es avanzar a paso firme y obtener resultados satisfactorios y beneficios tangibles. Ello servirá de base para realizar otras reformas de dicho sistema en el futuro.

Bibliografía

- Allen, Franklin, y Anthony M. Santonero (2001), "What do financial intermediaries do?", *Journal of Banking and Finance*, vol. 25, pp. 271-294.
- Bolaños, Rodrigo (1999), *Costa Rica: the next stage of reform without volatility*, reporte para el Banco Interamericano de Desarrollo.
- Calvo, Guillermo, y Federico S. Mishkin (2003), *The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Countries*, NBER (Working Paper Series, n° 9808).
- Corden, Max W. (2002), *Too sensational: on the choice of exchange rate regimens*, MIT Press, Londres.
- Crockett, Andrew D. (2000), *Marrying the micro – and macro– prudential dimensiones of financial stability*, Remarks before the Eleventh International Conference on Banking Supervisors.
- Delgado, Félix (2004), "Don Eduardo Lizano y la Reforma Financiera en Costa Rica", en Grettel López y Reinaldo Herrera (eds.), *Ensayos en honor a Eduardo Lizano Fait*, Academia de Centroamérica 4, pp. 205-225.
- Delgado, Félix y Miguel Loría (eds), *Eduardo Lizano, Escritos sobre reforma financiera*, Academia de Centroamérica, 2004.
- Edwards, Sebastian (2000), *Exchange Rate Regimes, Capital Flows and Crisis Prevention*, NBER Conference on Economic and Financial Crises in Emerging Market Economics.
- Fischer, Stanley (2001), "Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 50, n° 2, primavera, pp. 3-34.
- Fondo Monetario Internacional (2003), *Costa Rica: Financial System Stability Assessment*, FMI (Country Report, n° 03/103).
- Goldstein, Morris (2005), *What Might the Next Emerging – Market Financial Crisis Look Like?*, Institute for International Economics (Working Paper Series, n° WP 05-7).
- Honohan, Patrick (2004), *Financial Sector Policy and the Poor*, Selected Findings and Issues, Banco Mundial (Working Paper, n° 43).
- Kahn, George A. (2005), "The Greenspan Era: Lessons for the Future – A Summary of the Bank's 2005 Economic Symposium", *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City, vol. 90, n° 4, cuarto trimestre de 2005, pp. 35-45.
- Laurens, Bernard J. (2005), *Monetary Policy Implementation at Different Stages of Market Development*, FMI (Occasional Paper, n° 244).
- Lizano, Eduardo (1999), *Ajuste y Crecimiento en la Economía de Costa Rica 1982-1994*, Academia de Centroamérica.
- Lizano, Eduardo (2005), "Veinte años sin crisis (1984-2004): el caso de Costa Rica", en Grettel López y Reinaldo Herrera (eds.), *Volatilidad y Vulnerabilidad*, Academia de Centroamérica, pp. 81-140.
- Mussa, Michael *et al.* (2000), *Exchange Rate Regimes in an Increasing Integrated World Economy*, FMI (Occasional Paper, n° 113).
- Padova-Schioppa, Tommaso (2002), *Central Bank and Financial Stability: Exploring a Land in Between*, Second ECB Central Bank Conference.
- Prasad, Eswar *et al.* (2003), *Effects of Financial Globalization on Developing Countries. Some Empirical Evidence*, FMI (Occasional Paper, n° 220).
- Rousseau, Peter L., y Paul Wachtel (2005), *Economic growth and financial depth: is the relationship extinct already?*, UNU-Wider Conference on Financial Sector Development for Growth and Poverty Reduction.
- Steil, Ben (2006), "Commentary", en *The Financial Times*, 17 de enero; incluido en *World Bank Press Review* del mismo día.
- Truman, Edwin (2003), *Inflation Targeting in the World Economy*, Institute for International Economics.
- Watson, C. Maxwell (1993), *Financial Liberalization and the Economic Adjustment Process*, Centro Studi Luca d'Agliano (Development Studies Working Papers, n° 61).
- White, William (2006), *Is price stability enough?*, Banco de Pagos Internacionales (Working Paper, n° 205).
- Williamson, John (1995), *How to manage exchange rates: lessons from Israel, Chile and Colombia*, Institute for International Economics.
- Williamson, John (2000), *Exchange Rate Regimes for Emerging Markets: Reviving the Intermediate Option*, Institute for International Economics (Policy Analysis in International Economics, n° 60).

Activismo y vigilancia en la política monetaria*

Jean-Claude Trichet

Señoras y señores:

Desde el 1º de enero de 1999, fecha en que asumí la responsabilidad de la política monetaria de la zona del euro, el BCE ha modificado su tipo de interés oficial, esto es el tipo de interés aplicable a sus operaciones principales de financiación, en 18 ocasiones. En el mismo período, la Reserva Federal lo ha modificado 35 veces. Durante el ciclo de relajación que comenzó en ambos lados del Atlántico —y del Canal— en el 2001, el tipo de interés oficial de la zona del euro ha acumulado una reducción de 275 puntos básicos, efectuada a lo largo de siete ocasiones. El BCE comenzó a invertir el sentido de este ciclo en diciembre del año pasado y, desde entonces, ha variado sus tipos tres veces. En Estados Unidos se han efectuado trece reducciones desde junio del 2004, que representan un total de 550 puntos básicos durante este ciclo de relajación, que cambió de signo en junio del 2004. Desde esa fecha, la Reserva Federal ha modificado el tipo de interés objetivo en 16 ocasiones mediante subidas continuas.

Aprovecharé la oportunidad que me brinda este programa excepcional para volver sobre una cuestión que fue motivo de reflexión en el pasado: el “activismo” en la política monetaria. ¿Existe una definición exacta de este concepto? ¿Es posible cuantificar el “activismo” mediante estadísticas sencillas como la frecuencia o la magnitud de las decisiones de política monetaria? ¿Pueden los bancos centrales ser “activos” y, al mismo tiempo, mo-

dificar los tipos de interés con moderación y cautela aparentes? ¿Ha sido el BCE suficientemente activo en su respuesta a la situación cambiante de la economía de la zona del euro? ¿Seguirá siéndolo en el futuro? Aunque los hechos que he relatado al inicio parecen sugerir una respuesta negativa, intentaré convencerles de lo contrario.

Para responder a estos interrogantes me basaré en lo que creo haber aprendido hasta ahora, no obstante, sospecho que es necesario el paso del tiempo y profundizar en el análisis de la zona del euro para lograr una comprensión plena de esta cuestión.

Mi definición de activismo en la política monetaria es, en mi opinión, convencional. Activismo es la actitud estratégica de los bancos centrales que no cejan en su empeño por mantenerse fieles a su objetivo. En el caso del BCE, se trata de su esfuerzo constante para mantener la inflación en un nivel cercano a su objetivo aritmético, y a adoptar todas las medidas necesarias para contener las presiones inflacionistas que pudieran surgir, intentando, al mismo tiempo, minimizar las perturbaciones macroeconómicas innecesarias del proceso. “Activista” es un adjetivo que se aplica a la estrategia, no al patrón de actuación.

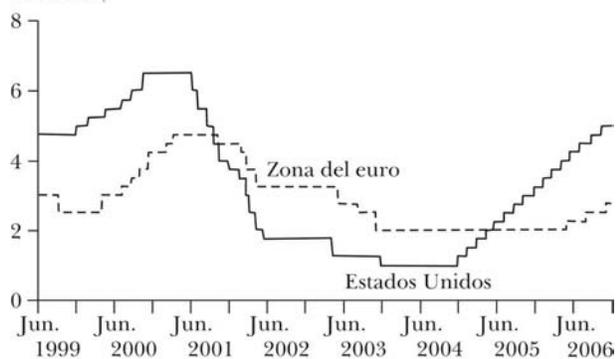
Respecto a si existe la posibilidad de cuantificar el activismo, mi respuesta es negativa. El activismo estratégico en la política monetaria no puede medirse con criterios sencillos o ignorando los principales factores estructurales o las relaciones económicas que presiden, en todo momento, el funcionamiento de nuestros sistemas. A la hora de evaluar la idoneidad de sus acciones, los bancos centrales no pueden permitirse fundamentar sus políticas en unas cuantas estadísticas resumidas, sino que ponen en marcha un complicado proceso de extracción de señales procedentes de un conjunto amplio de acontecimientos y datos difusos, sopesan

* Publica el CEMLA, con la debida autorización, el discurso de J.-C. Trichet, presidente del Banco Central Europeo, pronunciado el 8 de junio de 2006. La intervención tuvo lugar en Madrid durante la Conferencia sobre los Bancos Centrales en el Siglo XXI, organizada por el Banco de España con motivo de los 150 años en que esa institución adoptó su actual denominación. El texto se tomó del Banco Central Europeo, Dirección de Comunicación, División de Prensa e Información.

sus decisiones en función de los principales parámetros estructurales de la economía a la que se aplicará la política monetaria y de la naturaleza de las perturbaciones a las que es propensa esa economía, y ajustan su patrón de actuación correspondientemente.

La estrategia del BCE es tan activa como requiere el cumplimiento de su mandato. Me gustaría destacar que la claridad del objetivo de nuestra política nos ha concedido un margen de actuación considerable durante los primeros años de la década y una notable influencia en las condiciones del mercado más recientemente, a pesar de las perturbaciones que se registraron repetidamente durante el primer periodo, y de la aparente inactividad de la política del BCE en el segundo. Nuestra estrategia y la información procedente de la economía real y del ámbito de los agregados monetarios, mucho más que nuestro discurso, han configurado las expectativas del mercado más allá del estricto corto plazo, lo que indica que la complejidad del análisis necesario para predecir nuestra valoración no ha impedido a los participantes en el mercado reaccionar adecuadamente ante los nuevos datos.

GRÁFICA I. ASIMETRÍA TRASATLÁNTICA. TIPOS DE INTERÉS DE POLÍTICA DESDE 1999-2006 (puntos porcentuales, datos diarios)



FUENTES: BCE y Fed.

NOTA: La última observación se refiere al 8 de junio de 2006. Para la zona del euro el tipo de interés de política se refiere al tipo de las operaciones principales de financiación antes del 28 de junio de 2000; a partir de esa fecha se refieren al tipo de interés mínimo de puja. Para Estados Unidos es el tipo de interés de los fondos federales de la Fed.

I. Activismo de la política monetaria y dinamismo de la economía

Para poner la cuestión en perspectiva, piénsese en una función típica de respuesta de la política monetaria que relacione el tipo de interés a corto plazo con una serie de variables de reacción observables. Al considerar cualquier función de reacción que los econométricos y otros observadores especializados usan —a veces en exceso— para com-

par las estrategias de política monetaria, puede observarse que, en esencia, todas encierran una regla simple: si la inflación esperada es mayor que el objetivo y existen indicaciones de que la economía está operando por encima de su capacidad, es preciso aumentar el tipo de interés oficial. Otra condición necesaria para garantizar la estabilidad macroeconómica inherente a estas reglas es que la reacción del tipo nominal debe ser lo suficientemente fuerte para que se produzca una variación procíclica del tipo real: cuando aumentan las expectativas de inflación, y la economía crece por encima de su potencial, han de restringirse las condiciones monetarias reales.

He elegido este argumento como introducción porque los observadores lo emplean a menudo y porque se entiende fácilmente. No obstante, antes de profundizar en el análisis, debo añadir que este razonamiento, precisamente por ser simple y pedagógico, constituye una explicación muy incompleta del comportamiento de la política monetaria del BCE. En general, no captura plenamente la esencia de la estrategia de dos pilares, que se fundamenta en la evaluación económica de los riesgos a medio plazo para la estabilidad de precios, y en el contraste con el análisis monetario de los riesgos a medio y largo plazo evaluados. Asimismo, una representación de esta naturaleza de la política del BCE no está suficientemente enraizada en la realidad, pues aunque mis colegas y yo no nos guiamos exclusivamente por configuraciones mecánicas de los indicadores, nuestro interés por lo que ocurre es considerable, y en última instancia, nuestras decisiones se basan en el razonamiento sintético a la luz de la experiencia. Como he dicho en otras ocasiones, la reflexión conjunta resulta esencial para los bancos centrales. Ello pone de manifiesto la diferencia entre una descripción sencilla y una aplicación simplista de la política monetaria: una descripción sencilla de la política monetaria no implica un comportamiento simplista de la misma.

Suponiendo que los parámetros asociados a los indicadores de las diversas variables de la función de reacción expresan las preferencias estratégicas del banco central, las estimaciones empíricas de dichos coeficientes se usan frecuentemente para cuantificar la intensidad con la que el banco central se propone responder a la situación de la economía. Dicho de otra forma, estos parámetros se consideran, a veces, medidas objetivas del grado de activismo de la estrategia de política monetaria.

Un banco central podría calificarse como estratégicamente más pasivo —o menos activo— que otro, si el coeficiente estimado asociado a la desviación de las expectativas de inflación respecto del objetivo de inflación del banco central y el co-

eficiente de penalización aplicable al indicador de a-tonía de las variables macroeconómicas fuesen menores. La razón por la que este banco central podría calificarse como más “pasivo” es que, ante determinadas variaciones de la inflación y de la actividad real, tendería a dar una respuesta más moderada, y a modificar su tipo de interés oficial en márgenes más estrechos —y quizá con menos frecuencia— que otro banco más “activista”. Asimismo, el mecanismo de ajuste parcial que los analistas suelen asociar a la representación de la respuesta de los tipos de interés del banco central a la situación de la economía introduce en este razonamiento sencillo una fuente adicional de “activismo” o “pasividad”, en forma de coeficiente de inercia asociado a la variable del tipo de interés retardado, que, según la función de reacción que he mencionado, modera el ritmo del ajuste de los tipos oficiales de acuerdo con sus determinantes fundamentales.

En cualquier caso, desde una perspectiva reduccionista, la simple comparación de la frecuencia de la variación de los tipos de interés y la magnitud de tales ajustes sería suficiente para diferenciar la estrategia de estos dos bancos centrales. Un patrón más uniforme de la actuación de la política monetaria indicaría una estrategia “más pasiva”.

Sin embargo, la realidad no es tan sencilla, y resulta muy arriesgado extraer conclusiones basadas en la comparación de las variaciones de los tipos de interés. No resulta difícil imaginar situaciones en las que dichas conclusiones llevarían a resultados erróneos. A continuación, expondré tres ejemplos, relajando un importante supuesto de mi ejemplo anterior. Este supuesto es el de que nuestros dos bancos centrales se enfrentan al mismo entorno económico.

En primer lugar, imaginemos dos bancos centrales que responden de igual manera a las condiciones económicas, es decir, dos bancos centrales que utilizan exactamente los mismos parámetros de reacción. Uno de ellos opera en una economía menos dinámica que el otro. Por “menos dinámica” me refiero a una economía que se ve periódicamente afectada por perturbaciones de pequeña magnitud que tienden a desaparecer de forma gradual. Aquí, los parámetros de reacción son los mismos, pero las variables de reacción se mueven a diferente velocidad. Siendo los demás factores idénticos, el patrón de ajuste del tipo oficial que la misma regla prescribiría para ambas economías sería, posiblemente, muy diferente. El banco central que opera en la economía menos dinámica mostraría un patrón de ajuste más moderado, mientras que el otro mostraría un patrón de reacción más activo. Sin embargo, las conclusiones refe-

ridas a la estrategia que pudieran extraerse respecto de las diferencias entre estos patrones serían totalmente ilusorias. El curso más uniforme no sería revelador de un elemento de inercia de la estrategia: sólo reflejaría una respuesta idéntica ante perturbaciones de diversa naturaleza. La política monetaria parecería más “pasiva” porque la economía muestra una evolución menos dinámica.¹

En segundo lugar, pensemos en dos bancos centrales idénticos que, en esta ocasión, se enfrentan a perturbaciones de distinta naturaleza. Uno de los bancos centrales tiene que responder, principalmente, a perturbaciones del lado de la demanda que generan desviaciones persistentes respecto del crecimiento tendencial. Este patrón estadístico tiene efectos simétricos y duraderos sobre el producto y la inflación y, por tanto, representa, en relación con la regla simple que he mencionado, un problema de política monetaria relativamente sencillo. Puesto que ambas variables de reacción —la inflación y el producto previstos— suelen mostrar una evolución similar, el banco central se vería constreñido a modificar frecuentemente su tipo de interés oficial en la misma dirección para contrarrestar esta perturbación. Pero, ¿qué sucedería en la otra economía si fuera más propensa a las perturbaciones del lado de la oferta? La experiencia indica que las perturbaciones del lado de la oferta traen consigo fuertes incrementos transitorios de la inflación, que suelen ir acompañados de efectos de segunda vuelta más duraderos, si bien, obviamente, el impacto a largo plazo sobre la inflación estará determinado, en gran medida, por la respuesta de la política monetaria. Dada la naturaleza transitoria de los brotes de inflación iniciales, la regla simple que asocia la reacción a la inflación esperada aconsejaría al banco central “ignorar” la perturbación inicial e introducir cambios en la política monetaria sólo en la medida necesaria para contrarrestar los efectos sobre la inflación más permanentes previstos para los próximos trimestres. Así, parecería que su tipo de interés oficial varía en menor medida. Es importante observar que la misma regla, —es decir, estrategias igualmente activas—, daría lugar a dos patrones de comportamiento aparentemente diversos de la política monetaria en entornos económicos diferentes.

El tercer caso es, quizás, el que ofrece mayor interés. Consideramos aquí perturbaciones exógenas idénticas y estructuras económicas diversas. Meca-

¹ Una interpretación similar de la “inercia de los tipos de interés”, esto es, de la tendencia de los bancos centrales a ajustar los tipos de interés en la misma dirección, puede encontrarse en G. Rudebusch (2002), “Term structure evidence on interest rate smoothing and monetary policy inertia”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 49, pp. 1161-1187.

nismos de transmisión diferentes propagan las mismas perturbaciones con un retraso distinto en cada economía. La primera economía cuenta con mecanismos de ajuste más rígidos: los responsables de la fijación de precios y salarios tardan más en acomodar la evolución reciente de la economía —incluidas las innovaciones y la orientación de la política monetaria— y en incorporarla a sus decisiones. ¿Cuál es la causa de estas rigideces en la primera economía? La rigidez puede tener muchas causas. Es muy posible que las prácticas laborales y la legislación aplicable a los contratos laborales —que datan de las primeras décadas de posguerra en las que la economía estaba muy regulada— generen distorsiones en amplios segmentos del mercado de trabajo, lo que supone un obstáculo para un ajuste eficiente entre formación y capacidad productiva. No es erróneo pensar que un exceso de reglamentación para las empresas resta incentivos a la innovación e impide una respuesta más rápida ante nuevas perturbaciones y oportunidades. Cualquiera que sea el origen de las rigideces, el resultado observado es que los precios y los salarios de la primera economía reflejan los cambios de las variables fundamentales con retrasos considerables.

En esta situación, ¿cuál ha de ser la respuesta de la política monetaria a las perturbaciones? Nótese que me estoy alejando del ámbito de las reglas simples para entrar en la esfera —no menos sujeta a conjeturas— del diseño óptimo de la política monetaria. La respuesta a esta pregunta depende en gran medida del proceso de inflación que contemplemos. Sabemos que si las expectativas de inflación están sólidamente ancladas en el objetivo de inflación del banco central, la evolución de la inflación a lo largo del tiempo se ve influenciada con mayor intensidad por el objetivo numérico de la política monetaria, que por el historial de inflación en sí mismo. En otras palabras, cuando la economía hace suyo el objetivo del banco central, el proceso de inflación deviene menos persistente y adquiere un carácter más prospectivo. Si las expectativas de inflación están sólidamente ancladas, es probable que los efectos de una perturbación reciente sobre la inflación futura sean poco significativos. Uno de los motivos para que esto sea así es que dicha perturbación no animará a los trabajadores a reclamar subidas proporcionales de los salarios nominales a fin de proteger el valor real de sus ingresos. Por su parte, las empresas se opondrán a esas posibles negociaciones. Todas las partes y otros encargados de la fijación de los precios anticiparán que, en última instancia, el banco central reconducirá la inflación al nivel anterior a la perturbación, y se mostrarán más inclinados a con-

templar las perturbaciones que afectaron a la inflación en el pasado como fenómenos temporales y sin consecuencias para las perspectivas futuras.

En la primera economía considerada en el ejemplo, en la que los precios son rígidos y las expectativas de inflación están sólidamente ancladas, ante una perturbación de “inflación de costos”, la política monetaria puede ser más paciente y mirar más al medio plazo. Asimismo, al igual que en los dos ejemplos anteriores, es probable que se observe un cambio de la política menos intenso ante un episodio inesperado del índice general de inflación. Sin embargo, al igual que en los dos casos expuestos, esta aparente “paciencia” no significa inercia, “pasividad” o indiferencia ante las condiciones macroeconómicas, sino que reflejará una adecuación cuidadosa del curso de la política a las particularidades estructurales de la economía en la que opera. En primer lugar, y lo que es más importante, la respuesta de la política monetaria ante las perturbaciones inflacionistas será menos persistente porque las consecuencias de dichas perturbaciones se absorberán con mayor rapidez. En segundo lugar, si existe rigidez de precios, una variación en el tipo nominal tendrá un impacto mayor sobre el tipo real, que es lo que, en última instancia, cuenta a la hora de medir la orientación de la política. En estas condiciones, un patrón de reacción más moderado de la política monetaria no representa una causa de inestabilidad, sino que, en realidad, constituye una condición necesaria para evitar el riesgo de que una reacción excesiva de la política monetaria traiga consigo una desestabilización accidental de la economía.

Indudablemente, la utilidad de los casos teóricos que he expuesto no es mayor que la de las reglas o referencias empleadas para determinar el comportamiento óptimo de la política en el mundo real. Tengo la certeza de que no soy el único de los aquí presentes que cree que las reglas de reacción simples, o los ejercicios para determinar el curso óptimo de la política monetaria, no pueden emplearse como criterio infalible para juzgar su comportamiento. En cualquier caso, espero haber transmitido la idea de que, ni siquiera en el entorno simplificado de los ejemplos que he expuesto, —en el que: *i*) la situación macroeconómica puede ser descrita adecuadamente con unos pocos hechos, *ii*) estos hechos pueden condensarse de forma fiable en indicadores sintéticos, inmunes a errores de muestreo y a revisiones estadísticas—,² y *iii*) los algorit-

² No cabe duda de que, actualmente, la incertidumbre acerca de los datos invade la política monetaria. Debido a que los datos económicos se reciben con retraso, son objeto de múltiples revisiones y, en cualquier caso, sólo describen de forma

mos de política constituyen una descripción aceptable de las decisiones de política monetaria—, sería posible juzgar adecuadamente las estrategias de política monetaria a partir de estadísticas basadas en su patrón de reacción. En concreto, incluso en este mundo ficticio, la mayor rigidez estructural y el menor dinamismo de la economía justificarían una orientación aparentemente más moderada de la política monetaria.

En el mundo real, como trataré de explicar ahora, este patrón moderado del comportamiento de la política encuentra una mayor justificación.

II. Hechos y política monetaria en la zona del euro

La razón por la he presentado el caso de una economía de estructuras rígidas y poco dinámica, afectada periódicamente por perturbaciones adversas del lado de la oferta es, por supuesto, deliberada. Esta descripción encaja con la zona del euro. Expondré mi interpretación de las circunstancias básicas de la economía de la zona del euro en el pasado reciente refiriéndose a tres elementos: perturbaciones, estructuras y política monetaria.

1) Perturbaciones

Una de las razones por las que la zona del euro se asemeja al tercer ejemplo expuesto es que, en comparación con Estados Unidos, parece sufrir perturbaciones del lado de la demanda de menor intensidad y verse afectada más frecuentemente por perturbaciones del lado de la oferta.³ Durante los diez últimos años, esta característica del patrón de las perturbaciones parece haberse agudizado, a pesar de la globalización y de una tendencia más marcada hacia una mayor integración económica internacional.⁴ Nada ilustra mejor esta evolución que la estructura del ciclo alcista y bajista observado en ambas economías en la década que comenzó en 1995. Como sabemos ahora, *a posteriori*, en Es-

aproximada e incompleta la realidad económica subyacente, ni siquiera tenemos certeza de en qué situación se encuentra actualmente la economía.

³ Véase, por ejemplo, el análisis comparativo estructural efectuado por F. Smets y R. Wouters (2005): "Comparing shocks and frictions in US and euro area business cycles: a Bayesian DSGE approach", *Journal of Applied Econometrics*, vol. 20, n° 1, enero.

⁴ Se trata de un hecho conocido y ciertamente sorprendente. Véase, por ejemplo, J. Stock y M. Watson, *Has the Business Cycle Changed? Evidence and Explanations*, artículo presentado en el Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium "Monetary Policy and Uncertainty," Jackson Hole, Wyoming, agosto, pp. 28-30.

tados Unidos, la fase alcista recibió un impulso considerable de las opiniones excesivamente optimistas acerca del crecimiento a largo plazo de las remuneraciones y, en particular, de la rentabilidad de las nuevas tecnologías. Con todo, la fortaleza de la inversión empresarial que el *boom* trajo consigo tuvo también importantes consecuencias en el lado de la oferta de la economía estadounidense, a través de su influencia en la tasa de incremento de la productividad laboral y, por ende, en el nivel sostenible del producto potencial de la economía. De acuerdo con los cálculos de los expertos del BCE, la contribución al crecimiento del producto del total de horas trabajadas debido a la intensificación del uso del capital se habría multiplicado por dos en Estados Unidos durante la década de los noventa. A partir de entonces, —y a pesar de la fuerte revaluación de estas expectativas y de la caída histórica de la inversión empresarial que siguió a la crisis del mercado del 2000—, esta contribución se ha estabilizado en los elevados niveles observados a principios del milenio. Sorprendentemente, desde ese momento, la intensificación del uso del capital ha sido sustituida, en cuanto que motor principal del crecimiento del producto por hora trabajada, por el extraordinario avance de la productividad total de los factores. Probablemente, las empresas estadounidenses han logrado responder al crecimiento de la demanda con una organización más eficiente de los procesos de producción.

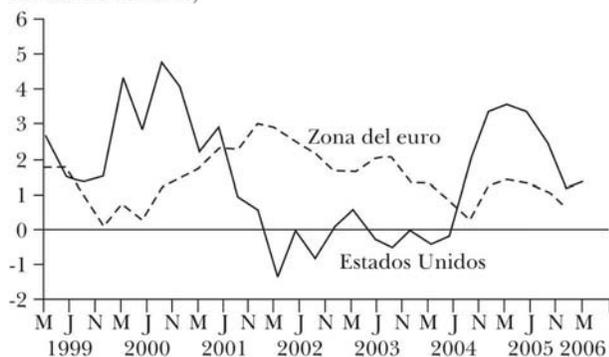
Esta misma década presenta un perfil netamente diferente en la zona del euro. La apreciación del mercado bursátil —cuya magnitud es comparable a la observada en Estados Unidos— estuvo acompañada de un descenso, en lugar de un incremento, de la productividad registrada resultante de un aumento de la dotación de capital. Al mismo tiempo, una disminución continuada de la productividad total de los factores a lo largo de la década ha reforzado, en lugar de haber compensado, la disminución de la contribución del capital.⁵ La zona del

⁵ Véase G. Gómez-Salvador, A. Musso, M. Stocker y J. Turunen (2006), *Labour productivity developments in the Euro Area*, BCE (Occasional Paper), próxima publicación. De acuerdo con este estudio, en Estados Unidos, la contribución media del capital al crecimiento de la productividad registrada fue de 0,6 puntos porcentuales (p.p.) en la primera mitad de la década de los noventa, aumentó hasta 1,1 p.p. en la segunda mitad de esa misma década, y se estabilizó en una media de 1 p.p. entre 2000 y 2004. En la zona del euro, la tendencia de la contribución del capital al crecimiento se ha invertido, pasando de 1 p.p. en la primera mitad de la década de los noventa, a 0,4 p.p. en la segunda mitad de esa misma década, y a 0,6 p.p. en los primeros cinco años de este siglo. En Estados Unidos, la contribución de la productividad total de los factores (PTF), medida por el residuo de Solow, se triplicó desde principios de la década

euro parece haber pasado su episodio de turbulencia del mercado bursátil sin haberse beneficiado de la mejora de las condiciones de la oferta.

La ralentización persistente de la productividad ha sido uno de los principales determinantes de la debilidad del comportamiento de la economía de la zona del euro. Al haber generado un descenso de las perspectivas de crecimiento de la renta y haber reducido el nivel esperado del rendimiento del capital, ha moderado el gasto de consumo y la inversión empresarial, que a su vez se ha visto limitada, en cierta medida, a consecuencia de la tendencia demográfica hacia un envejecimiento de la población.⁶ En concreto, la rápida desaceleración de la productividad fue uno de los determinantes del repunte anticíclico de los costos laborales unitarios registrado durante los primeros años del nuevo milenio. (Véase gráfica II.)

GRÁFICA II. CAMBIOS ANUALES EN LOS COSTOS UNITARIOS DE TRABAJO EN LA ZONA DEL EURO Y ESTADOS UNIDOS, 1999-2006 (puntos porcentuales, datos trimestrales, ajustados estacionalmente)



FUENTES: Eurostat y BIS.

NOTA: La última observación se refiere a diciembre de 2005 para la zona del euro y a marzo de 2006 para Estados Unidos.

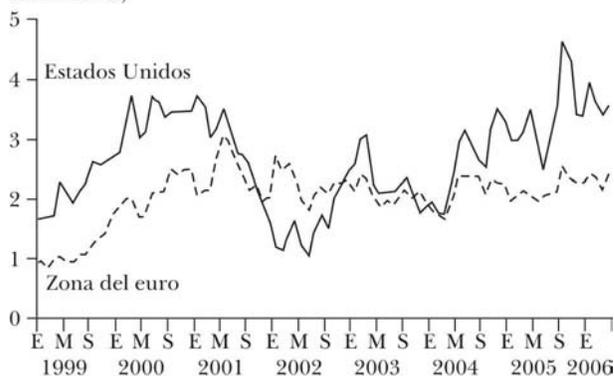
Este incremento de los costos laborales unitarios fue atípico —si se compara con la elasticidad de la respuesta de los costos laborales unitarios en Estados Unidos, que mostraron un marcado descenso ante la recesión— y constituyó, asimismo, una

da de los noventa hasta alcanzar 1,6 p.p. en el período comprendido entre 2000 y 2004. En la zona del euro, la contribución de la PTF se redujo a la mitad, de 1,3 a 0,6 p.p., durante ese mismo período. La corrección de los valores de la PTF de la zona del euro por la utilización variable del capital no cambia el cuadro. En realidad, una corrección de esta naturaleza anticiparía el inicio del descenso de la productividad a mediados de la década de los noventa.

⁶ A medida que se reduce la proporción de población en edad de trabajar, la acumulación de capital necesaria para equipar a la población activa pierde fuerza. Asimismo, la disminución de las tasas de inversión en algunos países miembros puede reflejar cierto desplazamiento de la producción hacia China u otros países de reciente industrialización (que han registrado tasas de inversión significativamente altas en los últimos años).

fuerza continua de presiones inflacionistas. Por otra parte, diversos factores subyacentes adversos para la productividad hicieron más difícil para nuestras empresas acomodar la volatilidad de las muchas perturbaciones de los costos (distintos de los laborales) a que han tenido que hacer frente desde 1999. Este menor grado de resistencia ha mantenido la evolución de la inflación —y de la actividad real— en un estado constante de vulnerabilidad ante perturbaciones inesperadas, como, por ejemplo, el incremento de los precios de la energía y de la carne de vacuno —por citar sólo dos— que han aparecido como consecuencia de variaciones adversas de las condiciones de la oferta.⁷ Nótese que la inflación (gráfica III) alcanzó su nivel máximo en la fase de desaceleración y, a continuación, se mantuvo en niveles elevados, en un momento en el que podría esperarse que la atonía de los mercados de trabajo y de productos redujese las presiones sobre los precios. Compárese esta evolución con la acusada desinflación registrada en el mismo período en Estados Unidos.

GRÁFICA III. INFLACIÓN EN LOS PRECIOS AL CONSUMIDOR EN LA ZONA DEL EURO Y ESTADOS UNIDOS, 1999-2006 (cambio porcentual anual, datos mensuales, ajustados estacionalmente)



FUENTES: Eurostat y BIS.

NOTA: La última observación se refiere a abril de 2006.

Puesto que no podemos observar directamente la plena capacidad del trabajo ni de otros factores de producción, es imposible conocer con certeza el nivel de actividad que representaría la plena utilización de los recursos disponibles, como tampoco la intensidad de la relación entre la utilización de

⁷ La acumulación de importantes perturbaciones imprevistas por el lado de la oferta, que tienen implicaciones para el IAPC, esto es, el índice armonizado de precios de consumo en el que el BCE centra su análisis de la inflación, incluye el aumento acusado y persistente del precio del petróleo y del gas natural observado en el 2000 y a partir del 2004; los incrementos de los precios de los alimentos no elaborados asociados a la epidemia de encefalopatía espongiforme bovina y de fiebre aftosa del 2001; y las subidas de los precios administrados y de los impuestos sobre el tabaco anunciadas a finales del 2004.

dichos recursos y la inflación. No obstante, espero haber demostrado que esta conexión parecer ser más débil en la zona del euro que al otro lado del Atlántico.

2) Estructuras

Al tratar la estructura de la economía de este lado del Atlántico me concentraré en dos factores que influyen poderosamente en la relación entre la inflación y las principales perturbaciones que afectan a la economía y determinan su estado: la flexibilidad de los precios y el anclaje de la fijación de los precios.

Recientemente, se han elaborado múltiples estudios empíricos sobre la flexibilidad de los precios y la persistencia de la inflación en la zona del euro, en un esfuerzo conjunto en el que han participado expertos del BCE y del Sistema Europeo de Bancos Centrales.⁸ Se han obtenido dos conclusiones principales. La primera es que en la zona del euro los precios son claramente menos flexibles que, por ejemplo, en Estados Unidos. Los precios cambian con poca frecuencia: la vida media de un precio de consumo —esto es, el tiempo que tardan los minoristas en cambiar el precio de sus productos— es de trece meses (cuadro 1). Según los resultados de las encuestas, la duración media de los precios de los fabricantes es de once meses. En Estados Unidos, este período es de siete meses para los minoristas y algo más de ocho meses para los fabricantes.⁹

⁸ Véase E. Dhyne, L. Álvarez, H. Le Bihan, G. Veronese, D. Dias, J. Hoffmann, N. Jonker, P. Lünemann, F. Rumler y J. Vilmunen (2005), *Price Setting in the Euro Area: Some Stylised Facts from Individual Consumer Price Data*, BCE (Working Paper, nº 524). Según este estudio, en la zona del euro, la duración media de la vida de los precios que componen el IPC es de 4,3 trimestres. Para una comparación con los Estados Unidos, véase M. Bils y P. Klenow (2004), "Some Evidence on the Importance of Sticky Prices", *Journal of Political Economy*, vol. 112. De acuerdo con los autores, en Estados Unidos, la duración media de la vida de los precios que componen el IPC es de 2,2 trimestres. Otros análisis basados en la curva de Phillips confirman, en general, estos resultados. Para más detalles en relación con la zona del euro, véase J. Galí, M. Gertler y D. López-Salido (2001), "European Inflation Dynamics", *European Economic Review*, vol. 45, nº 7; y J. Galí, M. Gertler y D. López-Salido (2003), "Erratum", *European Economic Review*, vol. 47, nº 4.

⁹ Independientemente de las distintas metodologías que los institutos de estadística hayan seguido en sus procesos de recopilación de datos relativos a los precios, las diferencias en cuanto a la frecuencia de los ajustes de precios pueden deberse a varios factores. Los diferentes niveles de competitividad, especialmente en el sector servicios, pueden ser uno de ellos, puesto que también existen pruebas de que las diferencias de frecuencia son más acentuadas en este sector. Otro factor que suele mencionarse es que la cuota de mercado de los pequeños establecimientos tradicionales, que modifican sus precios con me-

Cuadro 1

MEDIDAS DE RIGIDEZ DE PRECIOS EN LA ZONA DEL EURO Y ESTADOS UNIDOS

| | <i>Estadísticos</i> | <i>Zona del euro</i> | <i>Estados Unidos</i> |
|---------------------------------|--------------------------------|----------------------|-----------------------|
| Índice de precios al consumidor | Frecuencia | 15.1 | 24.8 |
| | Duración promedio (meses) | 13.0 | 6.7 |
| | Mediana de la duración (meses) | 10.6 | 4.6 |
| Índice de precios al productor | Frecuencia | 20.0 | n.a. |
| | Encuestas | | |
| Encuestas | Frecuencia | 15.9 | 20.8 |
| | Duración promedio (meses) | 10.8 | 8.3 |
| Curva de Phillips neokeynesiana | Duración promedio (meses) | 13.5-19.2 | 7.2-8.4 |

FUENTES: IPC: Dhyne *et al.* (2005) para la zona del euro, Bils y Klenow (2004) para Estados Unidos. IPRI: Vermeulen *et al.* (2005). Encuestas: Fabiani *et al.* (2005) para la zona del euro, Blinder *et al.* (1998) para Estados Unidos. Curva de Phillips neokeynesiana: las estimaciones se refieren al deflactor del PIB y se han convertido a partir de cifras originales trimestrales. Galí *et al.* (2001, 2003).

NOTA: cuadro extraído de Álvarez *et al.* (2005).

La menor frecuencia de la revisión de los precios hace que la fijación de los mismos reaccione con menor intensidad a las tendencias más recientes de la economía, incluidas, como ya he señalado, las variaciones de las condiciones monetarias. En general, la rigidez de los procesos de revisión reduce las posibilidades de que los desequilibrios generados por las perturbaciones económicas puedan ser rectificadas mediante ajustes de los precios. Por otra parte, esta rigidez hace que la carga resultante del ajuste recaiga desproporcionadamente sobre las variaciones del producto, de la renta y del empleo. Además, una mayor rigidez de los precios, tiende —si los demás factores se mantienen constantes— a aumentar la persistencia de la inflación. Esto se debe a que el impacto de una perturbación que modifica las condiciones de los costos reales tiende a prolongarse en el futuro, puesto que un ajuste gradual de los precios supone una convergencia lenta con las nuevas circunstancias económicas.

A pesar de la lentitud de los mecanismos de fijación de los precios, la persistencia de la inflación

nor frecuencia que los supermercados, es superior en la zona del euro que en Estados Unidos.

en la zona del euro no resulta significativa en comparación con otras economías. La segunda conclusión de los estudios empíricos que he mencionado anteriormente es que, en la zona del euro, las perturbaciones inflacionistas se disipan rápidamente pese a las rigideces de su economía, y la inflación muestra una tendencia a volver a su nivel de largo plazo con bastante rapidez. La vida media del efecto de una perturbación sobre la inflación es bastante inferior a un año, similar a la cifra observada, por ejemplo, en Estados Unidos, a pesar de las significativas diferencias entre el patrón de actualización de los precios de ambas economías.

¿Cómo se explica esta aparente inconsistencia? Otro estudio del BCE, en el que se considera un modelo estructural basado en datos de la zona del euro y de Estados Unidos, arroja luz sobre la conciliación de la rigidez de precios y la baja persistencia de la inflación basándose en un modelo de determinación de la inflación que integra costos reales y expectativas.¹⁰ Como ya he apuntado antes, aun cuando la lentitud de movimiento de los precios aumenta la persistencia del proceso de inflación, —lo que, de por sí, tiende a perpetuar las presiones inflacionistas del pasado—, esta persistencia puede eliminarse, parcialmente, si las expectativas de los agentes encargados de la fijación de precios y salarios están bien alineadas con el objetivo del banco central. De hecho, este estudio concluye que la influencia del objetivo de inflación del BCE sobre el proceso de evolución de la inflación es superior a la de las perturbaciones pasadas y, por tanto, compensa, al menos en parte, la inercia adicional proveniente de una estructura económica más rígida. Para satisfacción de todos, el análisis de la medición de expectativas de inflación basadas en los resultados de las encuestas sugiere que la influencia del banco central sobre las expectativas se ha reforzado aun más tras la adopción del euro.¹¹

¹⁰ Véase L. Christiano, R. Motto y M. Rostagno (2005), *Financial Factors in Business Cycles*, ponencia presentada en la IMF-IRF Conference on DSGE Modelling at Policymaking Institutions: Progress and Prospects organizada por el Comité Ejecutivo de la Reserva Federal, Washington, 2 y 3 de diciembre de 2005.

¹¹ La encuesta de opinión relativa a las expectativas de inflación elaborada por la Comisión Europea constituye un barómetro adecuado para medir cómo afecta la evolución de la inflación en los últimos años a las expectativas de inflación a corto plazo. Los resultados se presentan en términos de la diferencia entre el porcentaje de encuestados que considera que los precios se incrementarán y el de los que piensan que se reducirán o se estabilizarán. Antes de la introducción del euro, la relación entre este indicador cualitativo y la evolución real de la inflación era estrecha, con coeficientes de correlación cercanos a 1. Desde la introducción del euro, la correlación entre ambas series se ha reducido hasta 0,4.

3) Política monetaria

Tras haberme referido a las estructuras y las perturbaciones, me centraré ahora en la política monetaria de la zona del euro. ¿Han influido las consideraciones relativas a la naturaleza de las perturbaciones del pasado reciente, y a las características estructurales de la zona del euro, en la orientación de la política monetaria? ¿Ayudan dichas consideraciones a explicar la “asimetría trasatlántica” que he tratado al principio de mi intervención? ¿Ha obstaculizado el patrón más uniforme del tipo oficial de la zona del euro un ajuste ordenado de la zona a las perturbaciones que han afectado recientemente a la economía mundial? Y, por último, ¿constituye la baja persistencia de la inflación un motivo para la autocomplacencia?

El ciclo de relajación iniciado por el BCE en los primeros meses del 2001 y que empezó a invertirse en diciembre del año pasado comenzó tras la aparición de significativas perturbaciones adversas del lado de la oferta: una marcada fortaleza de evolución de los salarios y unas tasas de inflación general que no se habían registrado en Europa desde las últimas fases que la convergencia a la nueva moneda. No obstante, el Consejo de Gobierno estimó que nuestro compromiso de alcanzar la estabilidad de precios, en consonancia con nuestra definición oficial, mediante nuestra estrategia de política monetaria era lo suficientemente creíble como para permitirnos adoptar una decisión de relajación sin riesgo de desestabilizar las expectativas de inflación. Esta consideración se vio reforzada por un rápido deterioro de las perspectivas y por diversos indicadores de que las expectativas de inflación contradecían un escenario de asentamiento de la inflación a medio plazo en la zona del euro. La ralentización de la actividad que preveíamos y el aumento de las probabilidades de que la recuperación no fuese inmediata justificarían *ex post* las expectativas de inflación y contrarrestarían significativamente el peligro de un nuevo incremento de la inflación. La información procedente de la tendencia monetaria apoyaba nuestra previsión de una inflación moderada a más largo plazo.

El acomodo de la política monetaria fue más rápido y, en perspectiva, mucho más persistente de lo que podía preverse atendiendo a la regularidad del historial de la política. En total, la actuación de la política monetaria acumuló una reducción del tipo de interés de 275 puntos básicos, con lo que el tipo de interés oficial se situó en un nivel inferior al tipo de intervención más bajo de los últimos cincuenta años de la gran mayoría de bancos centrales de los países miembros, incluida

Alemania. El que hayamos logrado mantener esta trayectoria sin precedentes históricos en una economía de tamaño continental como la zona del euro, en la que conviven países muy distintos con tradiciones diversas en lo que se refiere a la credibilidad monetaria, es aun más extraordinario.

No resulta fácil determinar qué hubiera ocurrido si la respuesta del BCE hubiera sido más acorde a los patrones de política monetaria establecidos en el pasado, en lugar de la decantarse por esta actuación más decidida. No obstante, un análisis estructural, aunque específico de este modelo, del conjunto de las perturbaciones macroeconómicas que han afectado a la zona del euro desde el 2001 revela, *a posteriori*, que el estímulo adicional inducido por la política monetaria ha sido crucial para evitar una recesión más profunda y duradera tanto en la zona del euro como a escala mundial.

A mi parecer, la orientación de la política monetaria se adaptó cuidadosamente a las características estructurales del mecanismo de transmisión de la zona del euro, algunas de cuyas peculiaridades he expuesto anteriormente. Concretamente, tomamos como guía la premisa de que, mediante ajustes más moderados, un banco central que opera en una economía relativamente rígida tiene la capacidad de comunicar el mismo nivel de acomodo monetario que uno que opere en una economía más flexible. En las condiciones estructurales presentes en nuestra economía, una relajación más marcada hubiera introducido una volatilidad no deseada en la inflación y en el producto que habría tenido que corregirse y contrarrestarse más adelante.¹² Muy posiblemente, el BCE no hubiera mantenido el tipo de intervención nominal y real en los bajos niveles que han tenido durante más de dos años, de no haber existido de indicaciones persistentes de que las expectativas estaban firmemente ancladas y de que las perturbaciones de la inflación se reabsorbían con rapidez.

¹² Las implicaciones de los escenarios alternativos de política monetaria se han cuantificado mediante simulaciones contrafactuales basadas en la estimación de un modelo de equilibrio general dinámico a gran escala. Dos son las conclusiones que se extraen de este análisis. Primero, la disminución del PIB asociada a una situación en la que el BCE no se hubiera desviado de la regla de reacción estimada implícita en el modelo, —y, por tanto, la orientación de la política monetaria de la zona del euro hubiera sido más estricta—, registraría valores cercanos al 1% anual en promedio desde el 2001. Segundo, si la relajación de la política del BCE hubiera sido más marcada, similar a la adoptada por la Reserva Federal estadounidense mediante reducciones de los tipos, la desviación típica de la inflación se habría triplicado, y la desviación típica del producto se habría duplicado desde el 2001. El modelo utilizado se describe en la ponencia de Christiano *et al.* antes citada.

III. Vigilancia y comunicación activa

Ningún banco central puede razonablemente detallar de antemano su reacción ante cualquier posible contingencia, ni pensar que puede explicarla al público de forma concisa. Esto significa que nunca se pueden descartar sorpresas acerca de nuestra actuación, sobre todo, ante la aparición de perturbaciones intensas. En particular, la aparición de nuevos riesgos podría forzarnos a adoptar medidas más extremas que nuestros observadores no habrían podido prever analizando el historial de nuestras reacciones pasadas. En cierta medida, esto es lo que ocurrió durante la anterior fase de debilidad de la economía mundial: asumimos riesgos considerables en la dirección del “activismo”.

¿Cuáles son dichos riesgos? En primer lugar, en una economía tan rígida como la de la zona del euro, podría resultar cierto que, aunque los desequilibrios temporales entre la demanda y la oferta potencial tardan en hacerse notar nítidamente en la inflación, si finalmente se manifestaran, resultarían más difíciles de corregir.¹³ Por tanto, la política monetaria ha de vigilar los riesgos para la estabilidad de precios a fin de evitar una reacción tardía —y con menos garantía de éxito— ante tendencias que han comenzado tiempo atrás.

En segundo lugar, efectivamente, la expectativa de que la inflación no perderá su anclaje permite cierta flexibilidad a corto plazo para responder a las perturbaciones económicas, con vistas a garantizar un mayor equilibrio de la situación macroeconómica a largo plazo. No obstante, dicha flexibilidad sólo dura mientras los agentes económicos y el público tengan confianza en que no se dejará pasar la oportunidad. El problema reside en que no conocemos con exactitud suficiente la forma en que las decisiones de política monetaria influyen sobre las expectativas ni cómo afectan a la credibilidad del banco central las desviaciones a corto plazo de un nivel bajo de inflación. Hay que distinguir entre un componente ocasional de activismo en la actuación de la política monetaria, si las circunstancias lo requieren, y un ajuste. Si se me permite tergiversar una frase de Alan Blinder y Ricardo Reis, el ajuste no se puede resucitar.¹⁴ Construir

¹³ Alternativamente, esta idea puede expresarse aludiendo a la “ratio de sacrificio” que, en una economía como la de la zona del euro, en la que los precios y los salarios son tan rígidos como parece, probablemente, se situaría en un nivel alto. Esto significa que para contrarrestar la inflación, en un contexto real de presiones inflacionistas, se necesitaría una actuación más enérgica.

¹⁴ Véase A. Blinder y R. Reis, *Understanding the Greenspan Standard*, ponencia presentada en el simposio *The Greenspan Era: Lessons for the Future* organizado por el Banco de la Re-

y mantener una reputación de prudencia de la política monetaria presupone un compromiso con una estrategia rigurosa, esto es, atenerse a un patrón uniforme de conducta, que permita la confirmación sistemática *ex post* de las expectativas. Durante el prolongado período de acomodación de la política monetaria, hemos logrado controlar las expectativas sin necesidad de adoptar medidas específicas, lo que demuestra que los mercados conceden credibilidad a los argumentos en que fundamentamos nuestras decisiones. En aquellos casos en los que las expectativas han mostrado signos de reacción excesiva ante la evolución actual, —como la subida de los precios del petróleo—, nuestro énfasis en la comunicación de nuestro objetivo, de la vigilancia y la contundencia de las medidas que adoptaríamos para mantenerlo, y de nuestra vigilancia continua, ha constituido una resistencia eficaz ante reacciones desmesuradas. Asimismo, recalcar que la vigilancia ha sido esencial para alcanzar un entendimiento con los mercados: el BCE, aunque aparentemente inactivo, estaba preparado para actuar en cualquier momento. La dependencia total y constante de nuestra política de la llegada de nueva información pudo percibirse con claridad. Teniendo en cuenta la información de que dispone el Consejo de Gobierno cuando se reúne, los mercados deberían esperar siempre una decisión de política encaminada a reconducir adecuadamente la orientación de la política monetaria. El historial de las pasadas decisiones de política monetaria no debe entenderse como una indicación de un compromiso, por nuestra parte, de establecer una secuencia de movimientos de los tipos de interés en el futuro. Cualquier afirmación incondicional o “cuasi-incondicional” del curso futuro de la política monetaria hubiera dificultado el difícil equilibrio que hemos mantenido entre unas condiciones crediticias favorables y unas expectativas de inflación sólidamente ancladas. El énfasis en la comunicación acerca de la “vigilancia” requería mantener todas las opciones abiertas ante un cambio —posiblemente rápido— de la política monetaria. La adopción de un compromiso en cuanto al curso de la política podría haber dificultado la ejecución y la justificación de su modificación, al restarle credibilidad.

Los mercados parecen haber asimilado estos principios estratégicos con un grado creciente de precisión. Los datos que, desde el otoño del 2005, han venido apuntando, de manera convincente, a una recuperación en un entorno de abundancia de liquidez y de precios elevados de las materias

primas se han traducido correctamente en expectativas de que la orientación vigente en aquel momento no sería adecuada para controlar la inflación a medio plazo. Los mercados estimaron oportunamente que el BCE comenzaría pronto a invertir el curso de su política.

En retrospectiva, las expectativas del mercado han sido acordes con nuestras intenciones. Desde diciembre, en línea con nuestro mensaje de adoptar una actitud vigilante y preventiva, se observa que la política monetaria del BCE sigue una tendencia de alejamiento progresivo de su orientación acomodaticia. De hecho, esta transición ha estado y sigue estando condicionada por la evolución de nuestro análisis en relación con el objetivo de la estabilidad de precios, y no se ha basado en ningún indicador a corto plazo de la situación macroeconómica. En los últimos meses, el BCE no ha medido la situación de la economía considerando la fortaleza o la debilidad de ningún dato nuevo concreto, sino que ha seguido configurado la tendencia macroeconómica a partir de un amplio conjunto de indicadores provenientes —mes tras mes— tanto del pilar económico como del monetario. En ambos casos, la orientación a medio plazo de su actividad de vigilancia se ha mantenido. Les ofreceré dos ejemplos. En cuanto al análisis económico, si consideramos la tendencia subyacente de crecimiento de la economía europea, puede observarse que, durante la segunda mitad del año pasado, se produjo una recuperación, y la tendencia de crecimiento se aproximó progresivamente a su potencial. La volatilidad a corto plazo de algunos indicadores importantes, incluido el valor del crecimiento trimestral registrado en el último trimestre del 2005, no cuestionaba las perspectivas de crecimiento a medio plazo ni el agravamiento gradual de los riesgos para la estabilidad de precios. Respecto al análisis monetario, las indicaciones consistentes de que el crecimiento del agregado monetario amplio estaba determinado cada vez en mayor medida por sus componentes más líquidos han contribuido durante los últimos meses a una reconfiguración gradual del panorama de los riesgos señalados por nuestro análisis económico. No ha sido el comportamiento del agregado M3 en sí mismo lo que ha alterado las perspectivas para la estabilidad de precios, sino la constatación de que la fuerza estructural que opera tras la persistente abundancia de liquidez estaba cada vez más relacionada con las decisiones finales de gasto y de fijación de precios.

La complejidad del análisis requerido para prever nuestra actuación no ha impedido a los participantes en el mercado responder apropiadamente a los nuevos datos. La comprensión de nuestra estrategia y la información procedente de la eco-

serva Federal de Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 25-27 de agosto de 2005.

nomía real y del ámbito de los agregados monetarios, mucho más que nuestras palabras, han conformado las expectativas del mercado más allá del inmediato corto plazo. En mi opinión, este resultado satisfactorio cabe atribuirse a nuestro marco de política, que se basa en un objetivo prioritario netamente definido y en una reacción sistemática ante las perturbaciones, si se percibe que el objetivo está sujeto a riesgos.

IV. Conclusiones

A veces se me dirige la siguiente pregunta: “están ustedes en un proceso de aumento de los tipos de interés. ¿Considera que el nivel actual de los tipos es significativamente inferior al adecuado? En su opinión, ¿cuál es el “tipo neutral” que deberían alcanzar (lo antes posible)?”

Mi respuesta a estas preguntas es la siguiente. En primer lugar, no nos encontramos en una situación que pudiera considerarse “anómala”, en la que, de acuerdo con nuestra valoración, hubiera que aumentar los tipos de interés hasta un nivel “normal” lo antes posible. Nos encontramos en un proceso de alejamiento progresivo del nivel actual de acomodo de la política monetaria, acorde con los riesgos para la estabilidad de precios que observamos, particularmente, en relación con la evolución de la recuperación económica. Por cuanto que nunca hemos adquirido ningún compromiso previo de actuación incondicional, y siempre nos hemos mantenido firmes en nuestra vigilancia continua, que constituye el núcleo de nuestra estrategia, nuestra orientación de política monetaria debe permitirnos y, de hecho, nos permite —de acuerdo con nuestra valoración global, exhaustiva y franca de la situación en cualquier momento— afrontar

los riesgos para la estabilidad de precios que observamos en el horizonte a medio plazo. Por tanto, desde una perspectiva dinámica, nuestra negativa a adquirir compromisos previos incondicionales, nuestra actitud de vigilancia continua, y los principios básicos de nuestra estrategia nos ayudan a dirigir nuestra política hacia el constante mantenimiento del “nivel correcto” en relación con la consecución de nuestro objetivo primordial a medio plazo.

En segundo lugar, desde la perspectiva de un banco central, el concepto wickselliano de “tasa neutral” resulta útil especialmente en la medida en que ese banco central haya —por algún motivo— fijado sus tipos de interés en niveles muy en desacuerdo con la orientación de la política monetaria que considerase conveniente en ese momento y en ese lugar. Como pueden observar, desde mi punto de vista, este no es el caso del Consejo de Gobierno del BCE.

Por último, podemos estar convencidos de que continuaremos analizando la situación con gran detenimiento de forma continuada. Es evidente que, si nuestro escenario de referencia se confirma con el paso del tiempo, será conveniente avanzar en el alejamiento de la orientación acomodaticia de la política monetaria. Como expresé claramente en diciembre, no especificaremos *ex ante* ninguna secuencia de actuaciones de política. La orientación adecuada de la política dependerá siempre de la información relativa a la evolución económica y monetaria, y del origen y las propiedades dinámicas de las perturbaciones subyacentes que ocasionalmente pudieran afectar a la economía. Es la combinación de acontecimientos y datos, algunos previstos, otros inesperados, lo que se analizará y nos permitirá definir nuestra trayectoria en el futuro.

Muchas gracias por su atención.

Algunos comentarios sobre la transmisión de la política monetaria y el canal de crédito*

Munir A. Jalil B.

I. Introducción

La Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) fija la tasa de interés a la cual el Banco de la República (BR) se relaciona con los establecimientos de crédito¹ (llamadas *tasas de intervención*). Las decisiones sobre esas tasas afectan la actividad económica y la inflación mediante varios canales, los cuales son conocidos como *canales de transmisión de la política monetaria*.

El objetivo de esta nota es describir una perspectiva sobre los mecanismos de transmisión, lo que se conoce y lo que hace parte de la agenda de investigación del BR. Los puntos más importantes del mecanismo se encuentran en el esquema 1.

Como primera medida, las decisiones sobre las tasas de intervención afectan las tasas de mercado (tales como las tasas de CDT y las tasas de préstamos) a distintos niveles. Este es el canal acerca del cual se tiene más conocimiento y del que hablaremos con más detalle en el apartado siguiente. Al mismo tiempo, las decisiones de política y los anuncios alteran las expectativas sobre el curso futuro de la economía, en la medida en que estas sean creíbles (éste es un proceso en el que dicha credibilidad se construye a partir de demostraciones del accionar del banco central). De la misma manera se afectan los precios de los activos y el tipo de cambio.

Segundo, estos cambios, a su vez, afectan el

comportamiento de los individuos y las firmas en la economía. En particular, las decisiones concernientes a consumo, gasto e inversión se verán afectadas por los cambios en las tasas de interés. Por ejemplo, se mantiene todo lo demás constante, las tasas de interés más altas tienden a estimular el ahorro más que el consumo y, además, generan un valor más alto del peso en el mercado de divisas, lo cual hace los bienes extranjeros menos costosos con respecto a los bienes producidos en Colombia. Así, los cambios en las tasas de intervención afectan la demanda por bienes y servicios producidos en Colombia.

Tercero, el nivel de demanda relativo a la capacidad de oferta doméstica (tanto en el mercado laboral como en el resto) es una influencia muy importante que genera presiones inflacionarias domésticas. Por ejemplo, si la demanda de trabajo excede la oferta disponible, se creará una tendencia a presionar el aumento en los salarios, lo cual puede terminar reflejado en mayores precios.

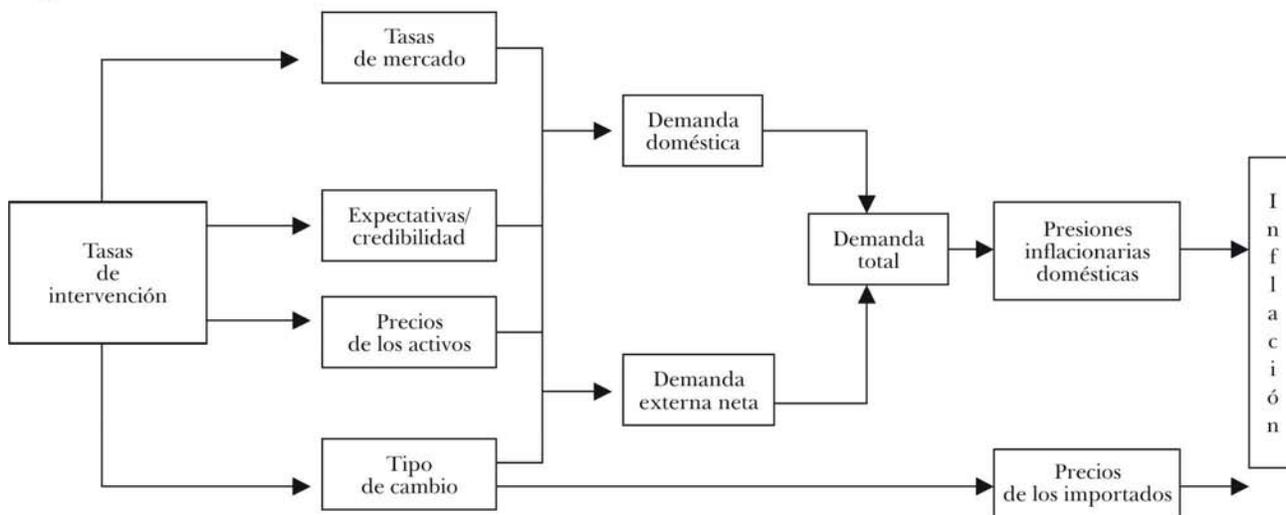
Cuarto, los movimientos en el tipo de cambio tienen un efecto directo, aunque en algunas ocasiones retrasado, sobre los precios domésticos de los bienes y servicios importados. Además, dichos movimientos tienen un efecto indirecto sobre los precios de los bienes y servicios que compiten con los importados o utilizan bienes importados afectando por consiguiente el componente del índice de precios que es importado.

La política monetaria funciona gracias a la influencia que tiene sobre la demanda agregada de la economía. Su efecto directo sobre la oferta agregada es mínimo o nulo. Por el contrario, en el largo plazo la política monetaria determina los valores monetarios de los bienes y servicios, es decir, el nivel general de precios. Una manera equivalente de explicar el punto anterior es decir que en el largo plazo, la política monetaria determina el valor

* Publica el CEMLA, con la debida autorización, el trabajo de M. A. Jalil B., investigador de la Unidad de Investigaciones de la Gerencia Técnica, del Banco de la República (BR). Publicado en *Reportes del Emisor*, n° 77, Bogotá, D. C., octubre de 2005. Las opiniones, errores y omisiones son responsabilidad exclusiva del autor y no comprometen al BR ni a su Junta Directiva. Se agradecen los comentarios de Luis Eduardo Arango.

¹ El conjunto de tasas se puede clasificar en dos tipos: las tasas a las que el BR provee dinero a la economía y las tasas a las que recoge dinero de ésta.

ESQUEMA 1. TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA



del dinero, dado que movimientos en el nivel general de precios indican cuánto ha cambiado en el tiempo el poder de compra del dinero. La inflación, en este sentido, es un fenómeno monetario.

Sin embargo, los cambios en la política monetaria tienen un efecto sobre la actividad real en el corto plazo; y aunque la política monetaria es el determinante más importante del nivel de precios en el largo plazo, hay muchas influencias potenciales en los movimientos del nivel de precios a horizontes más cortos. La cadena de causalidad entre cambios en la política monetaria y sus efectos últimos en la economía tiene, entonces, muchos vínculos adicionales que son el tema de estudio del BR en este momento.

II. Efectos de los cambios en las tasas de intervención a los cambios en las tasas de mercado

Uno de los canales de transmisión de la política monetaria es el del crédito bancario. De acuerdo con este mecanismo, los incrementos (descensos) en las tasas de interés de intervención del BR se trasladan a las tasas de mercado de igual y mayor plazo (tanto de captación como de colocación), y se genera así un descenso (incremento) en la demanda de crédito y, por lo cual, los potenciales beneficiarios de dichos créditos deben reducir (aumentar) su consumo e inversión, de manera que se produce una caída (aumento) en la demanda agregada y en la inflación.

Este mecanismo supone que: *i)* el principal uso de los depósitos de los establecimientos de crédito (EC)²

² Bancos comerciales, corporaciones financieras y compañías de financiamiento comercial.

deben ser los préstamos, sustitutos imperfectos de los demás activos, y *ii)* los préstamos bancarios son la principal fuente de financiación de los agentes, ya que otro tipo de financiación les implicaría mayores costos. En la medida en que estos supuestos no se cumplan, la transmisión de las tasas de intervención del BR hacia las de mercado es menor, y el canal del crédito se puede debilitar.

Como se mostrará a continuación, entre 2000 y 2004 se presentó en Colombia una tendencia creciente en la sustitución de cartera por inversiones en títulos públicos, hecho que debilita el primer supuesto. En cuanto al financiamiento de las empresas, el crédito bancario continúa como su principal fuente de financiación, pero también se ha presentado una ganancia por la participación de otros mecanismos, como reinversión de utilidades, proveedores y bonos.

A pesar del deterioro de los supuestos mencionados, las investigaciones realizadas en el BR muestran que las modificaciones en las tasas de interés de intervención se siguen transmitiendo a las tasas de captación y colocación de los EC. Los resultados de estos estudios se describen más adelante.

1) Fuentes de financiación de los EC

La principal fuente de financiación de los EC en el período de análisis ha estado constituida por los pasivos sujetos a encaje (PSE),³ los cuales han representado, en promedio, el 71,8% del total de las fuentes, y solo desde 2004 presentaron un crecimiento por encima del PIB nominal. Dentro de ellos se observa un incremento sostenido en la participación de los PSE públicos, con variaciones

³ En el cuadro 1 se muestran los principales PSE.

Cuadro 1

PRINCIPALES FUENTES DE RECURSOS DE LOS ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO EN MONEDA NACIONAL Y EXTRANJERA,^a 2000-2004

| | Saldos en billones de pesos | | | | Participación porcentual | | | | Variación porcentual anual | | | | | |
|----------------------|-----------------------------|------|------|------|--------------------------|-------|-------|-------|----------------------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 |
| Total fuentes | 74.6 | 79.6 | 85.8 | 96.1 | 113.2 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 6.8 | 7.7 | 12.1 | 17.8 |
| PSE | 53.7 | 58.2 | 61.5 | 68.3 | 80.9 | 72.0 | 73.0 | 71.8 | 71.0 | 71.5 | 8.3 | 5.8 | 11.0 | 18.5 |
| PSE públicos | 7.1 | 9.6 | 12.8 | 16.0 | 19.7 | 9.5 | 12.0 | 14.9 | 16.6 | 17.4 | 34.9 | 33.4 | 25.2 | 23.4 |
| Ahorro | 1.1 | 1.7 | 3.8 | 5.2 | 8.2 | 1.5 | 2.1 | 4.4 | 5.4 | 7.3 | 48.6 | 129.0 | 37.3 | 56.9 |
| Ctas. Ctes. | 2.4 | 3.3 | 3.9 | 4.2 | 5.1 | 3.2 | 4.1 | 4.5 | 4.4 | 4.5 | 39.1 | 18.3 | 9.0 | 19.2 |
| CDT | 1.1 | 1.6 | 1.7 | 1.6 | 2.3 | 1.4 | 2.0 | 2.0 | 1.7 | 2.0 | 50.2 | 8.1 | (5.5) | 37.8 |
| Recaudos | 1.1 | 1.1 | 1.4 | 1.6 | 1.9 | 1.5 | 1.4 | 1.6 | 1.6 | 1.7 | 0.4 | 19.5 | 15.3 | 21.5 |
| Repos | 0.9 | 1.2 | 1.1 | 2.3 | 1.2 | 1.2 | 1.5 | 1.3 | 2.4 | 1.1 | 31.7 | (9.7) | 113.2 | (48.7) |
| Depósitos a la vista | 0.5 | 0.7 | 0.9 | 1.0 | 1.1 | 0.6 | 0.8 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 36.3 | 33.3 | 11.0 | 13.0 |
| PSE privados | 46.6 | 48.6 | 48.7 | 52.3 | 61.2 | 62.5 | 61.0 | 56.8 | 54.4 | 54.1 | 4.2 | 0.4 | 7.2 | 17.0 |
| Ahorro | 15.7 | 17.5 | 19.1 | 20.3 | 24.4 | 21.1 | 21.9 | 22.2 | 21.1 | 21.6 | 11.1 | 9.2 | 6.6 | 20.2 |
| Ctas. Ctes. | 7.1 | 7.1 | 7.7 | 8.9 | 10.2 | 9.5 | 8.9 | 9.0 | 9.2 | 9.0 | 0.6 | 8.5 | 15.0 | 15.3 |
| CDT | 20.4 | 20.8 | 18.8 | 19.8 | 22.1 | 27.3 | 26.1 | 22.0 | 20.6 | 19.5 | 1.8 | (9.2) | 5.3 | 11.2 |
| Bonos | 2.5 | 2.3 | 2.3 | 2.2 | 3.3 | 3.4 | 2.9 | 2.7 | 2.3 | 2.9 | (7.4) | (1.4) | (5.6) | 52.1 |
| Depósitos a la vista | 0.8 | 0.7 | 0.6 | 0.7 | 0.7 | 1.0 | 0.9 | 0.7 | 0.7 | 0.6 | (6.0) | (12.3) | 10.9 | (1.2) |
| Otros | 0.1 | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 0.4 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.4 | 0.4 | 39.9 | (3.7) | 106.8 | 25.4 |
| Repos BR | 1.6 | 1.0 | 2.0 | 3.3 | 2.4 | 2.1 | 1.3 | 2.3 | 3.5 | 2.1 | (35.8) | 94.5 | 69.5 | (29.2) |
| Pasivos EFE | 5.4 | 5.5 | 5.7 | 6.6 | 7.3 | 7.2 | 6.9 | 6.7 | 6.9 | 6.5 | 1.9 | 4.5 | 15.5 | 10.7 |
| Bancos del exterior | 3.4 | 3.0 | 3.4 | 2.4 | 3.5 | 4.6 | 3.8 | 4.0 | 2.5 | 3.1 | (11.1) | 12.8 | (29.5) | 46.7 |
| Ctas. patrimoniales | 5.2 | 5.6 | 6.4 | 7.7 | 9.4 | 7.0 | 7.1 | 7.4 | 8.0 | 8.3 | 7.9 | 13.0 | 21.2 | 21.8 |
| Otros | 5.3 | 6.3 | 6.7 | 7.7 | 9.6 | 7.0 | 7.9 | 7.8 | 8.0 | 8.5 | 19.8 | 6.6 | 14.9 | 24.4 |

FUENTES: Superintendencia Bancaria y cálculos del Banco de la República.

^a No incluye IFI, ni entidades financieras oficiales especialmente (EFE).

anuales muy superiores al crecimiento nominal de la economía, en donde se destacan los aumentos en las cuentas de ahorro y corrientes. Por su parte, a pesar de que los PSE privados continúan como los depósitos con mayor participación, sus tasas de crecimiento han sido inferiores al incremento del PIB nominal, con excepción de 2004 (cuadro 1).

2) Principales activos (usos) de los EC

Entre 2000 y 2004, el incremento de 51,8% en los activos de los EC se explica principalmente por el aumento de las inversiones (107,8%) y en menor medida, por el crecimiento de la cartera (37,0%) y de otros activos (29,5%) (cuadro 2).

Entre 2000 y 2004 se muestra una tendencia clara por parte de los EC a sustituir cartera por inversiones en títulos públicos. En dicho período la participación de la cartera total de los EC dentro del total de activos disminuyó [-6,2 puntos porcentuales (pp)], y la de inversiones en títulos públicos aumentó (11,6 pp). En particular, los especializados en préstamos hipotecarios presentaron una caída en la participación de la cartera hipotecaria, mientras que en los demás el descenso en participación se dio en todas las modalidades de crédito. En ambos casos, dicha caída fue compensada con el aumento de las inversiones en títulos públicos.

3) El financiamiento de las empresas

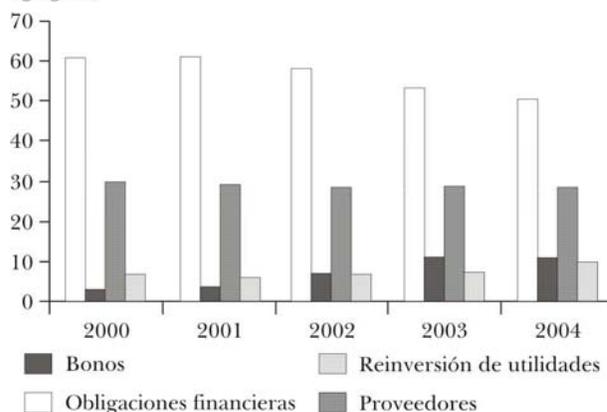
Para analizar las fuentes de financiación de las empresas del sector privado no financiero, se observó una muestra de 3.585 empresas activas entre 2000 y 2004 que reportan sus balances a la Superintendencia de Sociedades. Las principales fuentes han sido, en promedio, créditos bancarios 56,8%; proveedores 28,9%; reinversión de utilidades 7,4%; y bonos 6,9% (gráfica I). Sin embargo, en el periodo de análisis, se ha presentado una caída en la participación de los pasivos con el sector bancario (-10,1 pp), la cual fue compensada con un incremento en la colocación de bonos (8,3 pp) y una mayor reinversión de utilidades (3,1 pp).⁴

En conclusión, en la muestra observada el crédito bancario continúa como la principal fuente de financiación de las empresas, a pesar de la impor-

⁴ El incremento en las colocaciones de bonos se debe principalmente a una entidad, y, al excluirla, las participaciones son las siguientes: créditos bancarios 57,4%; proveedores 31,6%; reinversión de utilidades 7,7%; y bonos 3,3%. En este caso también se observa una caída de los préstamos con los EC (-9,6 pp), que se compensó en su mayor parte con un incremento en la reinversión de utilidades (5,3 pp) y proveedores (2,5 pp) y en menor medida con un aumento en la colocación de bonos (1,8 pp).

tancia creciente de otros mecanismos de financiación, como proveedores, reinversión de utilidades y bonos.

GRÁFICA I. PRINCIPALES FUENTES DE RECURSOS DEL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO, 2000-2004 (porcentaje sobre el agregado)

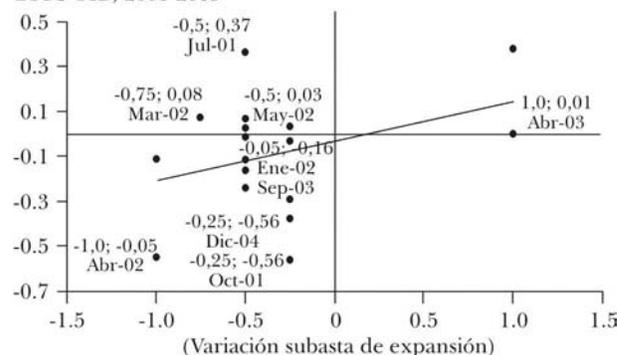


FUENTES: Superintendencia de Sociedades y Superintendencia de Valores. Cálculos del Banco de la República.

4) Relación entre las tasas de interés de intervención del BR y las tasas de mercado

La postura de la política monetaria se refleja en las tasas de interés de intervención que el BR cobra o recibe en sus operaciones repo a un día. La JDBR define el nivel de estas tasas con base en el análisis del *Informe sobre Inflación*; este nivel es consistente con el logro de la meta de inflación. Los EC acuden diariamente al BR por un cupo para satisfacer sus necesidades de liquidez de corto plazo. Cuando el BR modifica sus tasas de intervención, se generan cambios en los costos de fondeo de corto plazo de los EC, y se afecta así la tasa de interés a la cual estos se prestan (tasa interbancaria -TIB- a 1 día, gráfica II) y las tasas de financiación de mayor plazo, como, por ejemplo, la DTF (90 días) (véase gráfica III). Estos cambios en sus costos de fondeo son

GRÁFICA II. CAMBIOS SUBASTA DE EXPANSIÓN VS. CAMBIOS TIB, 2001-2005



FUENTES: Superintendencia Bancaria y Banco de la República.

Cuadro 2

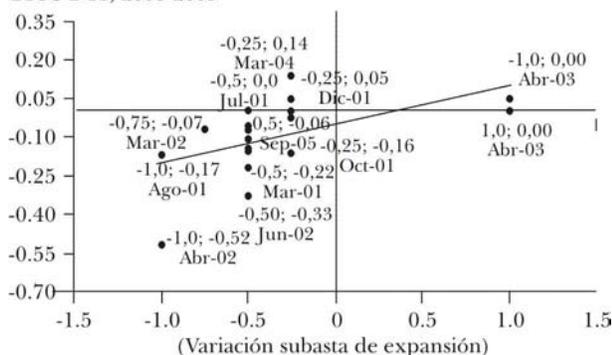
PRINCIPALES USOS DE RECURSOS DE LOS ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO EN MONEDA NACIONAL Y EXTRANJERA, ^a 2000-2004

| | Saldos en billones de pesos | | | | Participación porcentual | | | | Variación porcentual anual | | | | | |
|-------------------------------|-----------------------------|------|------|------|--------------------------|-------|-------|-------|----------------------------|-------|--------|--------|--------|-------|
| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 |
| Activo (bruto) | 74.6 | 79.6 | 85.8 | 96.1 | 113.2 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 6.8 | 7.7 | 12.1 | 17.8 |
| Inversiones | 16.7 | 21.6 | 24.0 | 27.9 | 34.7 | 22.4 | 27.1 | 27.9 | 29.0 | 30.6 | 29.6 | 10.9 | 16.5 | 24.2 |
| Gobierno | 6.8 | 10.2 | 13.4 | 17.3 | 23.5 | 9.1 | 12.9 | 15.7 | 18.0 | 20.7 | 50.7 | 31.1 | 28.7 | 35.8 |
| Otros | 9.9 | 11.4 | 10.5 | 10.6 | 11.2 | 13.2 | 14.3 | 12.3 | 11.1 | 9.9 | 15.1 | (7.3) | 1.0 | 5.3 |
| Cartera MT ^b | 46.7 | 47.6 | 51.4 | 56.3 | 64.0 | 62.7 | 59.8 | 59.9 | 58.6 | 56.5 | 1.9 | 7.9 | 9.7 | 13.6 |
| Cartera ML ^c | 43.4 | 44.7 | 48.2 | 54.2 | 60.6 | 58.2 | 56.1 | 56.2 | 56.4 | 53.5 | 3.0 | 7.9 | 12.3 | 11.9 |
| Cartera ME ^d | 3.3 | 2.9 | 3.1 | 2.2 | 3.4 | 4.5 | 3.6 | 3.7 | 2.3 | 3.0 | (13.0) | 8.2 | (30.6) | 56.1 |
| Comercial MT | 27.1 | 27.7 | 31.1 | 34.7 | 40.0 | 36.4 | 34.7 | 36.2 | 36.1 | 35.3 | 1.9 | 12.3 | 11.6 | 15.2 |
| Comercial ML | 23.9 | 24.9 | 28.0 | 32.5 | 36.6 | 32.0 | 31.2 | 32.6 | 33.9 | 32.3 | 4.0 | 12.6 | 16.3 | 12.5 |
| Comercial ME | 3.3 | 2.8 | 3.1 | 2.1 | 3.4 | 4.4 | 3.5 | 3.6 | 2.2 | 3.0 | (14.0) | 10.2 | (30.9) | 57.2 |
| Consumo MT | 6.7 | 7.5 | 8.0 | 9.9 | 13.0 | 9.0 | 9.5 | 9.3 | 10.3 | 11.5 | 11.8 | 6.2 | 23.8 | 31.2 |
| Consumo ML | 6.7 | 7.4 | 7.9 | 9.9 | 12.9 | 8.9 | 9.3 | 9.3 | 10.3 | 11.4 | 11.5 | 6.9 | 24.0 | 31.4 |
| Consumo ME | 0.1 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 37.5 | (48.8) | (10.6) | (2.5) |
| Hipotecaria MT ^e | 12.9 | 12.4 | 11.9 | 11.2 | 10.2 | 17.2 | 15.6 | 13.9 | 11.7 | 9.0 | (3.3) | (4.1) | (6.0) | (8.8) |
| Microcréditos MT | 0.0 | 0.0 | 0.4 | 0.6 | 0.8 | 0.0 | 0.0 | 0.5 | 0.6 | 0.7 | 0.0 | 0.0 | 46.1 | 48.1 |
| Disponible | 4.1 | 4.0 | 4.7 | 5.5 | 6.3 | 5.5 | 5.0 | 5.4 | 5.7 | 5.6 | (3.4) | 17.9 | 17.4 | 15.0 |
| Leasing | 1.6 | 1.7 | 2.0 | 2.7 | 4.3 | 2.1 | 2.1 | 2.3 | 2.9 | 3.8 | 6.7 | 18.4 | 38.8 | 57.6 |
| Repos y fondos interbancarios | 1.1 | 1.0 | 0.7 | 0.7 | 0.9 | 1.5 | 1.3 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | (7.8) | (30.7) | 0.4 | 18.2 |
| Cuentas por cobrar | 4.4 | 3.7 | 3.1 | 2.9 | 3.0 | 5.8 | 4.7 | 3.6 | 3.0 | 2.7 | (14.2) | (18.0) | (5.5) | 4.6 |

FUENTES: Superintendencia Bancaria y cálculos del Banco de la República.

^a No incluye IFI, ni entidades financieras oficiales especialmente (EFE). ^b Moneda total, moneda legal más moneda extranjera. ^c Operaciones realizadas en moneda legal. ^d Operaciones reexpresadas en moneda extranjera expresadas en moneda nacional con el tipo de cambio de fin de período. ^e Incluye titularizaciones.

GRÁFICA III. CAMBIOS SUBASTA DE EXPANSIÓN VS. CAMBIOS DTF, 2001-2005

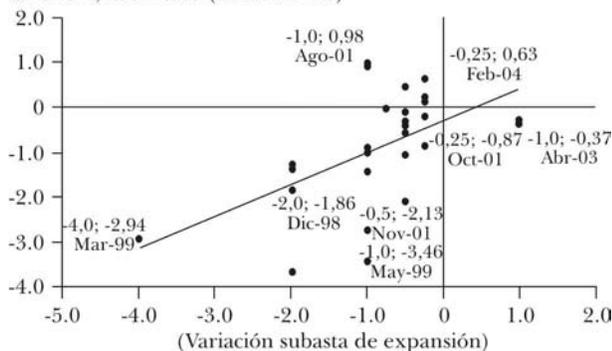


FUENTE: Banco de la República.

trasladados por los EC a las tasas de interés de los préstamos que otorgan (gráfica IV).

El efecto anterior fue estimado por Huertas *et al.* (2005)⁵ para el período comprendido entre febrero de 2000 y abril de 2005. Los resultados muestran que si el BR incrementa la tasa de repos a un día en 1 pp, dicho cambio se traslada en la siguiente semana en un 93% a la TIB y en un 26% a la DTF. Posteriormente, la totalidad del cambio se traslada a la TIB, y en cerca de medio punto porcentual a la DTF.

GRÁFICA IV. CAMBIOS SUBASTA DE EXPANSIÓN VS. CAMBIOS TASAS DE INTERÉS PROMEDIO MENSUAL DE COLOCACIÓN, 2001-2005 (variación TIC)



FUENTES: Superintendencia Bancaria y Banco de la República.

También se evaluó la reacción de las tasas de interés de colocación ante cambios en las de captación, con los siguientes resultados: *i*) un incremento de 1 pp en la TIB genera un aumento de 0,21 pp y 0,19 pp en las tasas de interés de créditos de tesorería y preferenciales, respectivamente, y *ii*) la tasa de interés de créditos de consumo aumenta en 0,42 pp debido a crecimientos de un pp en la DTF.⁶

⁵ Carlos Huertas, Munir Jalil, Sergio Olarte y José V. Romero (2005), *Algunas consideraciones sobre el canal del crédito y la transmisión de tasas de interés en Colombia*, Banco de la República (Borradores de Economía, n° 351).

⁶ Según la estimación de un modelo VAR, un cambio de 1 pp en la DTF se traslada en su totalidad a las tasas de interés de cré-

El estudio anterior se llevó a cabo con información agregada de todos los EC. No obstante, cuando se analiza la información banco a banco, se observan distintos niveles en las tasas de captación, los cuales dependen principalmente del riesgo que representa cada entidad. En cuanto a las tasas de colocación, los EC tienden a especializarse en ciertas modalidades de préstamos. Estos hechos pueden generar diferentes reacciones de cada EC ante cambios en las tasas de interés de política monetaria.

Por lo anterior, Amaya (2005)⁷ examinó la transmisión de la TIB a las tasas activas y pasivas, con información mensual entre 1996-2004, y halló para tal efecto relaciones de largo plazo entre estas variables según cada entidad financiera.⁸ Si el coeficiente estimado de largo plazo era menor que 0,5 el autor clasificaba al banco como de transmisión baja, entre 0,5 y 0,75 como media y entre 0,75 y 1 como alta.

Aún cuando los resultados varían de una entidad a otra, estos sugieren que la transmisión de tasas es alta y rápida. Es decir, cuando los bancos observan movimientos en la TIB, éstos cambian sus tasas, bien sea activas o pasivas, en la misma dirección y en un periodo corto de tiempo. Ordenando los bancos según su grado de transmisión es posible clasificar a un 90% de estos como de transmisión media-alta para el caso de las tasas pasivas mientras que un 93% son de transmisión media-alta en el caso de las tasas activas. Las tasas activas y pasivas de los bancos reaccionan en el mismo mes al movimiento en la TIB y la respuesta máxima observada se presenta en un periodo entre cuatro y seis meses.

III. Efectos de cambios en la política monetaria en las expectativas, en los precios de los activos y en el tipo de cambio

Aunque estos otros vínculos hacen parte de la agenda presente de investigación del BR, algo se puede decir de las relaciones a encontrar desde una perspectiva económica.

dito ordinario. El problema que surge es la alta incertidumbre, que dificulta realizar inferencias con dicho parámetro.

⁷ Carlos A. Amaya (2005), *La fijación de tasas de interés y los mecanismos de transmisión de la política monetaria*, Banco de la República (Borradores de Economía, n° 352).

⁸ Debido a la alta correlación entre las tasas de interés de intervención del BR y la TIB, esta última se usó como *proxy* de la primera. Se utilizó información de 16 EC para analizar las tasas activas y de 21 EC para las pasivas. A diciembre de 2004, estas instituciones tenían 55% del acervo de cartera y 81% del acervo de CDT.

1) Precios de los activos

Cambios en las tasas de intervención pueden afectar el valor de mercado de los bonos y las acciones. El precio de los bonos está inversamente relacionado con la tasa de interés de largo plazo, por lo tanto un incremento en las tasas de largo plazo baja el precio de los bonos y viceversa para una disminución de las tasas de largo plazo. Si se mantiene todo lo demás constante (en particular las expectativas de inflación), tasas más altas además bajan los precios de las acciones. Esto sucede porque los retornos esperados son descontados por un factor más alto, por lo que el valor presente de cualquier ingreso futuro cae. Sin embargo, todo lo demás no necesariamente tiene que seguir constante, por ejemplo, cambios de política pueden tener efectos indirectos sobre las expectativas o la confianza.

2) El tipo de cambio

Cambios inducidos en las tasas de intervención pueden afectar el tipo de cambio. El tipo de cambio es el precio relativo del dinero doméstico y extranjero por lo que depende de condiciones tanto domésticas como externas. El impacto preciso en el tipo de cambio de una modificación en las tasas de intervención es incierto debido a que dependerá de las expectativas sobre las tasas de interés doméstica y externa de la misma manera que sobre la inflación tanto interna como externa, cuyos componentes (al menos los domésticos) pueden ser alterados por el cambio de la política monetaria. Sin embargo, manteniendo todo lo demás constante, un incremento no esperado en la tasa de intervención probablemente llevará a una apreciación de la moneda doméstica en el mercado cambiario y viceversa para una disminución de las tasas. La apreciación del tipo de cambio se explica debido a que el incremento en las tasas de interés domésticas (con las externas manteniéndose constantes) hace los activos nacionales más atractivos para los inversionistas internacionales. La tasa debería moverse a un nivel en donde los inversores esperan una depreciación futura lo suficientemente importante tal que son indiferentes a tener pesos y activos denominados en moneda extranjera (en este punto el diferencial correspondiente de tipos de interés a cualquier vencimiento es aproximadamente igual a la tasa esperada de cambio de la tasa de cambio al

mismo horizonte). Cambios en la tasa de cambio conllevan cambios en los precios relativos de los bienes domésticos y extranjeros, al menos por un tiempo, aunque algunos de estos cambios pueden tomar muchos meses en verse reflejados en la economía doméstica y plazos aún más largos para ver sus efectos en los patrones de consumo.

3) Expectativas y confianza

Cambios en las tasas oficiales pueden influenciar las expectativas sobre el curso futuro de la economía y la confianza con la que estas expectativas son mantenidas (en adición a las expectativas de inflación ya mencionadas). Tales cambios en la percepción afectarán a los participantes de los mercados financieros y pueden afectar otras partes de la economía vía, por ejemplo, cambios en las expectativas futuras de ingresos laborales, desempleo, ventas y beneficios. La dirección en la cual tales efectos funcionan es difícil de predecir y pueden variar en el tiempo. Un incremento en las tasas podría, por ejemplo, ser interpretado como un indicador de que la JDBR cree que la economía está creciendo más rápido que lo pensado, generando un incremento en las expectativas relativas a crecimiento futuro y confianza en general. Sin embargo, es también posible que un incremento signifique que la JDBR está mandando el mensaje que se necesita disminuir el crecimiento en la economía con el fin de lograr el objetivo de inflación y esto podría disminuir las expectativas de crecimiento futuro y reducir la confianza. La posibilidad de tales efectos contribuye a la incertidumbre del impacto de cualquier cambio de política e incrementa la importancia de tener un esquema de política monetaria creíble y transparente.

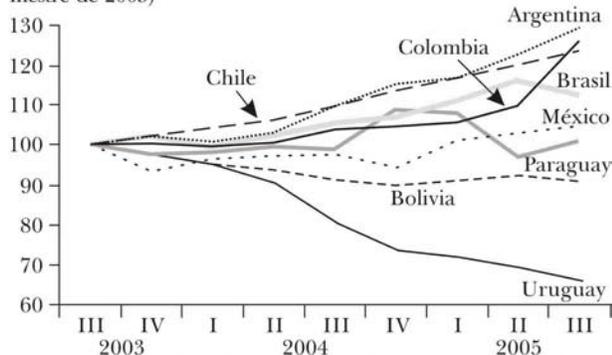
En conclusión, aún cuando los hacedores de política tienen control directo sobre un conjunto de tasas de corto plazo, cambios en esas tasas de intervención pueden afectar las tasas de mercado, las expectativas, los precios de los activos y el tipo de cambio. La respuesta de todos éstos variará considerablemente en el tiempo ya que el ambiente externo, el régimen de política y el sentimiento del mercado no son constantes. Sin embargo, cambios en la política monetaria (en lo concerniente a las tasas de interés) normalmente afecta los mercados financieros de la manera descrita en los apartados anteriores.

Los sistemas financieros latinoamericanos*

Banco Central de la República Argentina

Las sistemáticas y profundas crisis financieras experimentadas en América Latina han acentuado el interés internacional en los sistemas financieros latinoamericanos (SFL). En particular, dada la influencia de las crisis financieras sobre los flujos de capitales de la región y la progresiva integración comercial con países vecinos, durante los últimos años fue creciendo la probabilidad de observar efectos contagio de crisis financieras de un país de la región en la economía local. Esto último realza la relevancia de la evaluación de las principales fortalezas y debilidades de los SFL y sus efectos sobre la estabilidad financiera local.

GRÁFICA I. CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO, EN TÉRMINOS REALES, DEFLACTADO POR IPC, 2003-2005 (base 100 = 3^{er} trimestre de 2003)



FUENTE: elaboración propia con base en información de los respectivos bancos centrales y superintendencias de bancos.

En este sentido, en un contexto de variables macroeconómicas favorables en la mayoría de los países de la región (cuentas fiscales más equilibradas, mayor crecimiento del producto interno bruto

* Publica el CEMLA, con la debida autorización, del *Boletín de Estabilidad Financiera*, del Banco Central de la República Argentina, edición núm. 5, primer semestre de 2006, pp. 15 y 16.

—PIB— y niveles de inflación controlados) e impulsados por el positivo contexto económico internacional (crecimiento mundial con baja inflación, altos precios de las materias primas y elevados niveles de liquidez), los SFL continuaron evidenciando señales de fortalecimiento durante 2005. Los países que sufrieron crisis financieras en los últimos años: Bolivia, Argentina y Venezuela, registraron una recuperación en 2005; mientras que el resto de las economías, como Chile y Brasil, robustecieron su crecimiento.

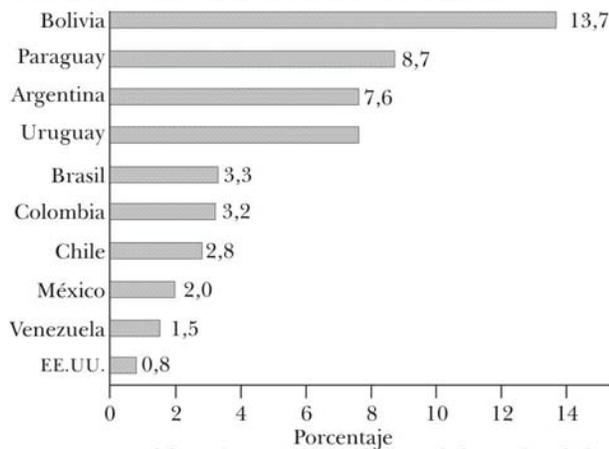
Dicho fortalecimiento de los SFL estuvo caracterizado por un marcado desplazamiento de la actividad financiera hacia la operatoria con el sector privado. En 2005, en términos generales, se registraron aumentos tanto del crédito al sector privado como de los depósitos privados. Estos últimos fueron la principal fuente de recursos de los bancos. Por su parte, el crédito se expandió fuertemente en Argentina, Colombia, Chile y Brasil. En México el crecimiento del crédito fue moderado, mientras que Bolivia, Paraguay y, especialmente, Uruguay se caracterizaron por presentar una trayectoria negativa del crédito (ver gráfica I). Si bien los SFL están dando un mayor dinamismo a las líneas de consumo, los créditos comerciales representan una mayor proporción en la cartera de los bancos. No obstante la expansión generalizada del financiamiento a las familias, los niveles de crédito otorgados al sector privado continúan bajos en comparación con las economías desarrolladas. Lo anterior se debe principalmente a las recurrentes crisis económico-financieras que azotaron a las economías latinoamericanas en los últimos años, posicionando a la región en una relación de crédito privado sobre PIB de 28%,¹ mientras que en econo-

¹ Chile es un caso especial en la región al presentar una re-

mías desarrolladas dicho ratio llega a 84 por ciento.²

La consolidación de los principales SFL estuvo asociada a una menor exposición a los principales riesgos que enfrenta la banca. En particular, los SFL presentan adecuados niveles de cobertura frente al riesgo de liquidez. Adicionalmente, la fortaleza de la banca frente a un retiro acelerado de fondos recae en el mayor desarrollo de los mercados de capitales (aunque incipiente en muchos países) y en la profundización de los mercados de dinero interbancarios. No obstante lo anterior, debido al elevado grado de dolarización de determinados sistemas bancarios (sin prestamista de última instancia en moneda extranjera), algunos SFL mantienen elevados niveles de liquidez por motivos precautorios.³

GRÁFICA II. IRREGULARIDAD DE LA CARTERA PRIVADA, CARTERA IRREGULAR/FINANCIACIONES, 2005



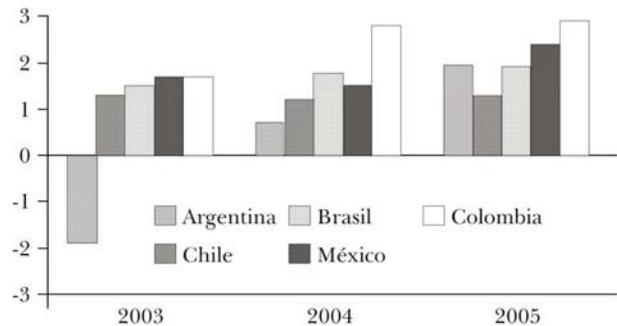
FUENTE: elaboración propia con base en información de los respectivos bancos centrales y superintendencias de bancos.

Si bien en la región aún se mantiene elevada la exposición al riesgo de contraparte del sector público, este elemento se está reduciendo gradualmente. Algunos países vecinos están realizando esfuerzos concretos para reducir su exposición en el corto plazo: Argentina y México. A su vez, Chile, Bolivia y Perú presentan una baja exposición al sector público, mientras que esta resulta aún elevada en Colombia, Brasil, Venezuela y México. La posición frente al riesgo de crédito privado se fue fortaleciendo gradualmente. En este sentido, la expansión de los préstamos al sector privado se ha llevado a cabo junto a significativos avances en la calidad de cartera: Venezuela, México, Chile, Co-

lombia y Brasil están cerca de lo observado en economías desarrolladas⁴ (ver gráfica II). Por su parte, un conjunto de sistemas bancarios, tales como Uruguay, Paraguay y Argentina, registran niveles más elevados de irregularidad pero con una marcada tendencia decreciente en los últimos años.

lombia y Brasil están cerca de lo observado en economías desarrolladas⁴ (ver gráfica II). Por su parte, un conjunto de sistemas bancarios, tales como Uruguay, Paraguay y Argentina, registran niveles más elevados de irregularidad pero con una marcada tendencia decreciente en los últimos años.

GRÁFICA III. ROA DE LOS PRINCIPALES SISTEMAS FINANCIEROS, 2003-2005

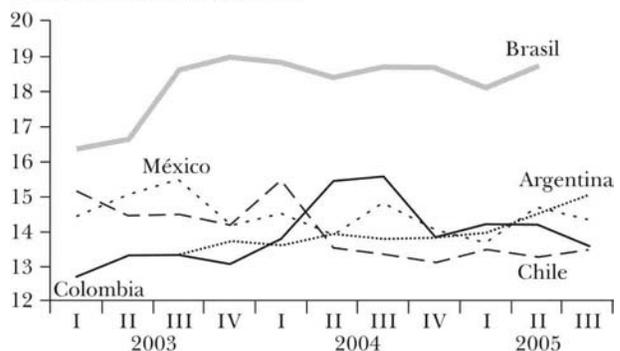


FUENTE: elaboración propia con base en información de los respectivos bancos centrales y superintendencias de bancos.

En 2005, el mayor nivel de intermediación permitió a los SFL llevar a cabo una recomposición de los resultados (ver gráfica III). En particular, mientras algunos países de la región, como Argentina y Uruguay, revirtieron la tendencia negativa registrada en los últimos años, otros SFL como Chile, Brasil, México y Colombia, consolidaron su crecimiento. De esta forma, los mayores márgenes de rentabilidad ayudaron a los SFL a registrar niveles de solvencia adecuados (ver gráfica IV), por encima de los mínimos recomendados internacionalmente.

Si bien 2005 se caracterizó por ser un año de fortalecimiento de los SFL, todavía quedan algunos temas pendientes. Por un lado, el fuerte crecimiento

GRÁFICA IV. SOLVENCIA, CAPITAL/ACTIVOS PONDERADOS POR RIESGO, 2003-2005



FUENTE: elaboración propia con base en información de los respectivos bancos centrales y superintendencias de bancos.

⁴ No obstante, dichas comparaciones internacionales deben interpretarse con cautela debido a las diferencias normativas de cada país.

lación de crédito privado sobre PIB superior a 70 por ciento.
² Fuente: Banco Interamericano de Desarrollo (2004), basado de datos del FMI y del Banco Mundial.

³ Como es el caso, por ejemplo, de Bolivia (ver *Boletín Informativo*, nº 143, del Banco Central de Bolivia).

de los préstamos a las familias, se está convirtiendo en una vulnerabilidad para determinados SFL: Chile⁵ y Colombia. Por otro lado, sigue presente una de las principales debilidades de algunos SFL: la elevada dolarización de activos y pasivos de las entidades financieras. Si bien se están verificando leves reducciones en los grados de dolarización, países como Bolivia, Uruguay, Paraguay y Perú se caracterizan por registrar altos niveles.

La mayor parte de los casos de dolarización en América Latina trae aparejado el incremento de la exposición al riesgo de moneda, de crédito y de liquidez. En primer lugar, cuanto más se acentúe la brecha entre activos y pasivos denominados en dó-

⁵ Si bien la exposición del sistema financiero a las familias registra máximos históricos, las pruebas de estrés de riesgo de crédito reflejan la solidez de la banca ante escenarios menos favorables que los actuales (ver *Informe de Estabilidad Financiera*, del Banco Central de Chile, segundo semestre de 2005).

lares, más expuesto estará el sistema financiero a la volatilidad entre el tipo de cambio de la moneda local y el dólar. Por otro lado, la proliferación del financiamiento en dólares (en la mayor parte de los casos menos costoso que en moneda local) lleva a la banca a asumir un alto riesgo de crédito al otorgar líneas a deudores cuyos ingresos no están relacionados al dólar. Por último, la dolarización de los depósitos implica el establecimiento de algún mecanismo de cobertura frente al riesgo de liquidez, el cual usualmente consiste en constituir altas reservas líquidas, restringiendo las oportunidades de inversión a través de este fondeo. Finalmente, si bien quedan algunos temas para la agenda de mediano plazo, los SFL vienen fortaleciéndose sistemáticamente. La continuidad del positivo escenario internacional y los favorables desarrollos de cada país vienen impulsando la consolidación de este comportamiento.

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

ASOCIADOS

CENTRAL BANK OF THE BAHAMAS

JUNTA MONETARIA. *Gobernadora*: Wendy M. Craig; *miembros*: Warren Rolle y Carleton Williams. PERSONAL EJECUTIVO. *Gobernadora*: Wendy M. Craig; *inspector de Bancos y compañías fiduciarias*: Michael D. Foot; *gerentes*: Keith T. Jones (Contabilidad), Cassandra C. Nottage (Supervisión bancaria), Cecil M. Sherman (Operaciones de banco), Bert A. Sherman (Computación), Gerard L. Horton (Control de cambios) y Sylvia L. Carey (Recursos humanos); *consejero legal*: Rochelle A. Deleveaux; *subgerente de Administración*: Ian B. Fernander. *Jefe de Investigaciones*: Alwyn G. Jordan.

(Información oficial, abril de 2006)

CENTRAL BANK OF BELIZE

Gobernador: Sydney Campbell. *Subgobernadores*: Marion Palacio (Investigaciones) y vacante (Operaciones). *Directores de departamento*: C. V. Hyde (Recursos humanos, Administración y Secretaría), Hollis Parham (Finanzas), Marilyn E. Gardiner (Moneda y banca), Christine Vellos (Investigaciones), Neri Matus (Supervisión de sector financiero), Rabey Cruz (Tecnologías de información) y Kent Haylock (Seguridad).

(Información oficial, abril de 2006)

BANK OF JAMAICA

BOARD MEMBERS. *Governor and chairman*: Derick Latibeaudière; *senior deputy governor*: Audrey Ander-

son; *members*: Colin Bullock (Financial secretary), Carlton Davis, Rosalea Hamilton, Wesley Hughes, Jeffrey Pyne and Shirley Tyndall. MANAGEMENT COUNCIL. *Governor*: Derick Latibeaudière; *senior deputy governor*: Audrey Anderson; *deputy governors*: Rudolph Muir (General counsel & bank secretary), Myrtle Halsall, *a. i.* (Research & economic programming and Banking & market operations) and Gayon Hosin, *a. i.* (Financial institutions supervision); *general manager*: Kenloy Peart (Administration & technical services); *division chiefs*: Natalie Haynes (Banking & market operations), John Robinson (Research & economic programming), Herbert Hylton (Finance & technology) and Faith Stewart (Payments systems & risk); *chief internal auditor*: Evadnie Sterling; *deputy general counsel*: Randolph Dandy. SENIOR STAFF. *Senior directors*: Novelette Panton (Human resource administration), Louise Brown (Economic information & publications) and Jacqueline Morgan (Public relations); *director*: Carmen Myrie (Training institute).

(Información oficial, abril de 2006)

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Presidente del Directorio: vacante. *Vicepresidente*: Óscar Dancourt Masías, *a. i.* (Presidencia). *Directores*: Kurt Burneo Farfán, Gonzalo García Núñez, Eduardo Iriarte Jiménez, Daniel Schydrowsky Rosenberg y Guillermo Garrido-Lecca del Río. *Gerente general*: Renzo Rossini Miñán. *Gerente central*: Inés-Marylin Choy Chong (Asuntos técnicos). *Secretario general*: Dehera Bruce Mitrani. *Auditor interno*: Óscar Solís de la Rosa. *Gerentes*: Emilio-Alberto Pallette Celi, Carlos-Augusto Ballón Ávalos, Juan-Antonio Ramírez Andueza, Manuel Montea-gudo Valdez, Felipe Roel Montellanos, Javier Oli-

vera Vega, Arturo Pastor Porras, Adrián Armas, César Berghüsen, Mario Mesía Lisarazo y María-Teresa San Bartolomé Gelicich. *Subgerentes*: Juan-Alberto Villanueva Chang, Teresa-Ana Lamas Pérez, Gladys-Alicia Choy Chong, Víctor-Manuel Tello Mejía, Luis-Juan Valdivia Acevedo, Luis Martínez Green, José-Moisés Rocca Espinoza, Carmen Aguilar Mondoñedo, Jorge-Ángel Estrella Viladegut, Jorge-Antonio Patrón Worm, Helena-Beatriz Uzátegui Tellería, Susana-Isabel Ishisaka Frukawa, Javier Gutiérrez González, John Vela Guimet, Héctor Herrera Soares, Eduardo-Luis Costa Bidegaray, Jorge-Luis Loyola Hurtado, Sandra-Isabel Mansilla Cristóbal, Jesús-Alberto Zapata Pardo, Fernando-David Vásquez Sanabria, Milton-Gonzalo Vega Bernal, Gonzalo-Javier Iparraguirre Leandro, Herbert-Hipólito Fritas Yaya, Flavio-Alejandro Rozas Alosilla-Velasco, Carlos-Mariano Cabrera Delgado-Neira, Miguel-Ángel Tejeda Malaspina y Felipe Reátegui Masjuán. *Jefes de sucursal*: Carlos Alatrística Gironzini (Trujillo), Javier Curo García (Arequipa), Raúl Castro Alegría (Cusco), José-Miguel Monzón García (Piura), Portugal Mauriola Flores (Huancayo), Jorge Labrín Crisanti (Puno) y Violeta Vigo Silva, *a. i.* (Iquitos).

(Información oficial, abril de 2006)

COLABORADORES

DEUTSCHE BUNDESBANK (ALEMANIA)

CONSEJO DEL BANCO CENTRAL: *Miembros del Directorio*. *Presidente*: Axel A. Weber; *vicepresidente*: Jürgen Stark; *otros miembros*: Edgar Meister, Hermann Remsperger, Franz-Christoph Zeitler, Hans-Helmut Kotz, Hans Reckers y Hans Georg Fabritius; *presidentes de bancos centrales regionales*: Bernhard Siebold (Baden-Wurtemberg), Günter Bäumer (Baviera), Ulrico Preuss (Berlín y Brandeburgo), Georg Kutter (Ciudad Anseática de Brema, Baja Sajonia y Sajonia Anhalt), Rolf Eggert (Ciudad Anseática de Hamburgo, Mecklemburgo-Pomerania Occidental y Schleswig-Holstein), Jürgen Hettinger (Hesse), Hans Meter Weser (Renania del Norte-Westfalia), Helmut Rittgen (Renania-Palatinado y Sarre) y Dietmat Girst (Sajonia y Turingia). *Jefes de departamento*: Christian Burckhardt (Prensa e información, biblioteca, archivos y servicio lingüístico), Werner Nimmerrichter (Crédito, divisas y mercados financieros), Werner Mika (Personal), Yue Sung (Liquidación de operaciones, control de riesgo y custodia de cuentas de valores), Hans-Peter Glaab (Estadística), Willy

Friedmann (Servicio de estudios), Wolfgang Möerke (Relaciones internacionales), Wilhelm Lipp (Contabilidad y organización), Heinz-Günter Fuchs (Procesamiento de datos), Hans-Jürgen Friederich (Sistema de pagos y administración de cuentas), Gerhard Hofmann (Banca y reservas mínimas), Wolfgang Söffner (Caja), Bernd Krauskopf (Servicios jurídicos), Klaus-Dieter Hanagarth (Administración y obras) y Andreas Weigold (Auditoría interna).

(Información oficial, abril de 2006)

BANQUE DE FRANCE

Gobernador: Christian Noyer. *Primer subgobernador*: Jean-Paul Redouin. *Segundo subgobernador*: Jean-Pierre Landau. *Jefe de gabinete del gobernador*: Hervé Gonsard. CONSEJO DE LA POLÍTICA MONETARIA: Christian Noyer, Jean-Paul Redouin, Jean-Pierre Landau, Raymond Douyère y Michèle Saint Marc. *Secretario general*: Yves Barroux. *Auditor general*: Alain Armand. *Cajero general*: Armand Pujal. *Directores generales*: Marc-Olivier Strauss-Kahn (Economía e Internacional), Michel Perdrix (Fabricación de billetes), Hervé Queva (Personal), Danièle Nouy (Comisión bancaria) y Didier Bruneel (Operaciones).

(Información oficial, abril de 2006)

BANCO DE PORTUGAL

CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN. *Gobernador*: Vítor-Manuel Ribeiro Constâncio; *subgobernadores*: António-Manuel Martins Pereira Marta y José-Agostinho Martins de Matos; *administradores*: Manuel Ramos de Sousa Sebastião, Vítor-Manuel da Silva Rodrigues Pessoa y José-António Silveira Godinho. CONSEJO DE AUDITORÍA. *Presidente*: Emílio-Rui da Veiga Peixoto Vilar; *revisor*: José Vieira dos Reis; *vocales*: Rui-José da Conceição Nunes y Modesto Teixeira Alves. *Directores de departamento*: Paulo-Ernesto Carvalho Amorim (Relaciones internacionales; Gabinete de Gobernador y de Consejos; y Secretaría de Consejos), José Cunha Nunes Pereira (Auditoría), José-Gabriel Queiró (Servicios jurídicos), Vítor-Manuel G. Pimenta e Silva (Contabilidad y control), João Cadete de Matos (Estadística), Ana-Cristina Leal (Estudios económicos), António Pinto Pereira (Gestión y desenvolvimiento de recursos humanos), Rui-Manuel Rodrigues Carvalho (Mercados y Gerencia de reservas), Paulino-Alexandre de Magalhães Corrêa (Organización,

sistemas y tecnologías de información), Henrique Möller Miranda (Servicios de apoyo), Eugénio Fernandes Gaspar (Sistemas de pagos), Carlos-Eduardo Lemos Santos (Supervisión bancaria), Manuel Pimentel Castelhana (Emisión, Tesorería y delegaciones) y Luis-Felipe Abreu Nunes (Servicio de apoyo).

(Información oficial, abril de 2006)

EUROPEAN CENTRAL BANK

COMITÉ ejecutivo. *Presidente:* Jean-Claude Trichet; *vicepresidente:* Lucas D. Papademos; *miembros:* Gertrude Tumpel-Gugerell, José-Manuel González-Páramo, Otmar Issing y Lorenzo Bini Smaghi. CONSEJO DE GOBIERNO. *Presidente:* Jean-Claude Trichet; *vicepresidente:* Lucas D. Papademos; *miembros del Comité ejecutivo:* Gertrude Tumpel-Gugerell, José-Manuel González-Páramo, Otmar Issing y Lorenzo Bini Smaghi; *gobernadores:* Guy Quaden (Nationale Bank van België), Nicholas C. Garganas (Banco de Grecia), Jaime Caruana (Banco de España), Christian Noyer (Banque de France), John Hurley (Central Bank and Financial Services Authority of Ireland), Mario Draghi (Ban-

ca d'Italia), Yves Mersch (Banque centrale du Luxembourg), Klaus Liebscher (Oesterreichische Nationalbank), Vítor-Manuel Ribeiro Constâncio (Banco de Portugal) y Erkki Liikanen (Suomen Pankki – Finlands Bank); *presidentes:* Axel A. Weber (Deutsche Bundesbank) y Nout Wellink (De Nederlandsche Bank). *Direcciones generales:* Pierre van der Haegen (Relaciones internacionales y europeas), Johannes de Beaufort Wijnholds (Representación permanente del BCE en Washington, D. C.), Frank Moss (Secretaría y servicios lingüísticos), Gerald Grisse (Administración), Koenraad de Geest (Recursos humanos, presupuesto y organización), Hans-Gert Penzel (Sistemas de información), Steven Keuning (Estadística), Francesco Papatia (Operaciones), Jean-Michel Godeffroy (Sistemas de pago), Wolfgang Schill (Economía), Lucrecia Reichlin (Estudios), Antonio Sáinz de Vicuña (Servicios jurídicos), Klaus Gressenbauer (Auditoría interna), Elisabeth Ardaillon-Poirier (Comunicación), Antti Heinonen (Billetes) y Mauro Grande (Estabilidad y supervisión financieras). *Jefe de división de Análisis de política internacional y de economías emergentes:* Christian Thimann. *Encargado de economías latinoamericanas:* Francisco Ramón-Ballester.

(Información oficial, mayo de 2006)

Actividades del CEMLA durante marzo-mayo de 2006

| <i>Actividad</i> | <i>Instituciones copatrocinadoras Lugar y fecha</i> |
|--|---|
| <i>Cursos</i> | |
| Metodología de Sostenibilidad de Deuda | México, D. F., 13 – 17 de marzo |
| Metodología de la Balanza de Pagos | Banco Central de Venezuela Caracas, 13 – 24 de marzo |
| Sistemas de Pagos: una Visión Integral | México, D. F., 24 – 28 de abril |
| Banca Central | Banco Central de Venezuela Caracas, 22 – 24 de mayo |
| <i>Seminario</i> | |
| Reforma de los Sistemas de Pagos | Banco de las Antillas Holandesas Curaçao, 22 – 24 de mayo |
| <i>Reuniones</i> | |
| XLIII Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales del Continente Americano | Banco Central de Reserva del Perú Lima, 18 de mayo |
| Junta de Gobierno del CEMLA | Banco Central de Reserva del Perú Lima, 18 de mayo |
| LXXXI Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales de América Latina y España | Banco Central de Reserva del Perú Lima, 19 de mayo |
| Asamblea del CEMLA | Banco Central de Reserva del Perú Lima, 19 de mayo |
| III Reunión de Operadores de Mercado Abierto | Banco de la República (de Colombia) Cartagena de Indias, 25 – 26 de mayo |

Publicaciones:

Monetaria, vol. XXIX, nº 1, enero-marzo

Simon Gray y Nick Talbot

Operaciones monetarias

(Serie ENSAYOS)

Premio de Banca Central “Rodrigo Gómez”: convocatoria para 2007

A fin de honrar la memoria de don Rodrigo Gómez, director general del Banco de México, S. A., los gobernadores de los bancos centrales latinoamericanos establecieron un premio anual para estimular la elaboración de estudios que tengan interés para los bancos centrales.

Publicamos a continuación la convocatoria con las bases para el premio que se otorgará en 2007:

1. Podrán presentarse trabajos sobre aspectos de interés directo para las actividades de la banca central regional. Los estudios pueden versar, entre otros temas, sobre política monetaria, estabilidad macroeconómica, estabilidad financiera, operaciones de banca central, gobierno corporativo de banca central, cooperación financiera entre países latinoamericanos y del Caribe o repercusiones del comportamiento financiero internacional en América Latina y el Caribe.

2. Los estudios que se presenten deberán ser originales, incluyendo tesis de grado universitario que no hayan sido editadas con fines comerciales, así como trabajos presentados en las conferencias anuales de la Red de investigadores de los bancos centrales del Continente Americano. Los trabajos podrán presentarse escritos en español, francés, inglés o portugués, acompañados, de ser posible, de una traducción al inglés o al español, lo que facilitará la labor del jurado calificador. Los trabajos no podrán tener una extensión mayor de 30 000 palabras (equivalente a aproximadamente 100 carillas, de 1 600 caracteres cada una).

3. El autor o autores de los trabajos que se presenten a concurso deberán ser personas físicas nacionales de los países de los bancos centrales de la re-

gión.¹ No podrán concursar el director general ni el subdirector general del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA).

4. El jurado calificador estará integrado por los gobernadores de bancos centrales miembros de la Junta de gobierno del CEMLA, o por sus representantes. El CEMLA, en su calidad de Secretaría permanente de las reuniones de gobernadores, actuará como organismo asesor del jurado en la forma en que éste lo determine y estará a cargo de los aspectos administrativos del concurso.

5. Habrá un solo premio, consistente en la cantidad de diez mil dólares de Estados Unidos, que se adjudicará al trabajo o trabajos merecedores de tal distinción, según el criterio del jurado calificador. En caso de empate en el primer lugar entre dos concursantes, el premio se dividirá en partes iguales. El fallo será inapelable y el jurado podrá declarar desierto el premio, si así lo estima pertinente.

6. Los participantes deberán enviar un archivo en Word o en PDF por correo electrónico a: rodrigo_gomez@cemla.org y demaria@cemla.org a más tardar el 15 de enero de 2007.

7. Al remitir los trabajos a los miembros del jurado, el CEMLA suprimirá los nombres de los autores

¹ Antillas Holandesas, Argentina, Aruba, Bahamas, Barbados, Belice, Bolivia, Brasil, Caribe Oriental (Anguilla, Antigua y Barbuda, Dominica, Granada, Montserrat, San Cristóbal y Nevis, Santa Lucía, y San Vicente y las Granadinas), Chile, Colombia, Costa Rica, Cuba, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Guyana, Haití, Honduras, Islas Caymán, Jamaica, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana, Suriname, Trinidad y Tabago, Uruguay y Venezuela.

y asignará a cada estudio presentado una clave que será el único medio de identificación de que disponga el jurado para comunicar las calificaciones respectivas.

8. Cada miembro del jurado enviará al CEMLA su calificación de los trabajos en orden de preferencia, cuando menos por lo que se refiere a los tres primeros lugares que asigne. El CEMLA hará los cálculos respectivos y comunicará los resultados a los miembros del jurado. Una vez que éstos se hayan dado por informados la Junta de gobierno autorizará al CEMLA para notificar la decisión al autor o autores favorecidos. En caso de que más de dos trabajos empaten en el primer lugar, el CEMLA se dirigirá de inmediato al jurado, en busca de una nueva evaluación de los trabajos que hayan quedado empatados.

9. El autor o autores del estudio o estudios merecedores del premio cederán los derechos de autor al CEMLA, quien lo o los publicará, procurando que la primera edición de los mismos, en el idioma original, se realice a tiempo para que sea conocida por los gobernadores de bancos centrales de América Latina y de España en su reunión correspondiente al mes de septiembre de 2007.

10. El CEMLA podrá, si así lo recomienda el jurado y la institución lo estima procedente por convenir a sus fines, efectuar arreglos con los autores de trabajos no premiados que hayan calificado en el certamen, para la publicación de esos estudios. En las ediciones resultantes se haría mención específica de que el trabajo se publica por haber calificado en el certamen.

Luis Fernando Escobar Patiño
Pablo Hernán Mendieta Ossio

*Inflación y depreciación en una economía
dolarizada: el caso de Bolivia*

Martha Misas Arango
Enrique López Enciso
Juana Téllez Corredor
José Fernando Escobar Restrepo

La inflación subyacente en Colombia

Mauricio Mayorga M.
Carlos Torres G.

*EL mecanismo de transmisión del crédito bancario
y su relevancia para el caso de Costa Rica*



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: 80.00 dólares (América Latina y el Caribe: 50.00 dólares; estudiantes y maestros: 40.00 dólares). Ejemplar suelto: 22.00 dólares (América Latina y el Caribe: 15.00 dólares; estudiantes y maestros: 11.00 dólares).

Suscripciones y pedidos:

Genoveva de Maria y Campos

CEMLA

Durango nº 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 |