



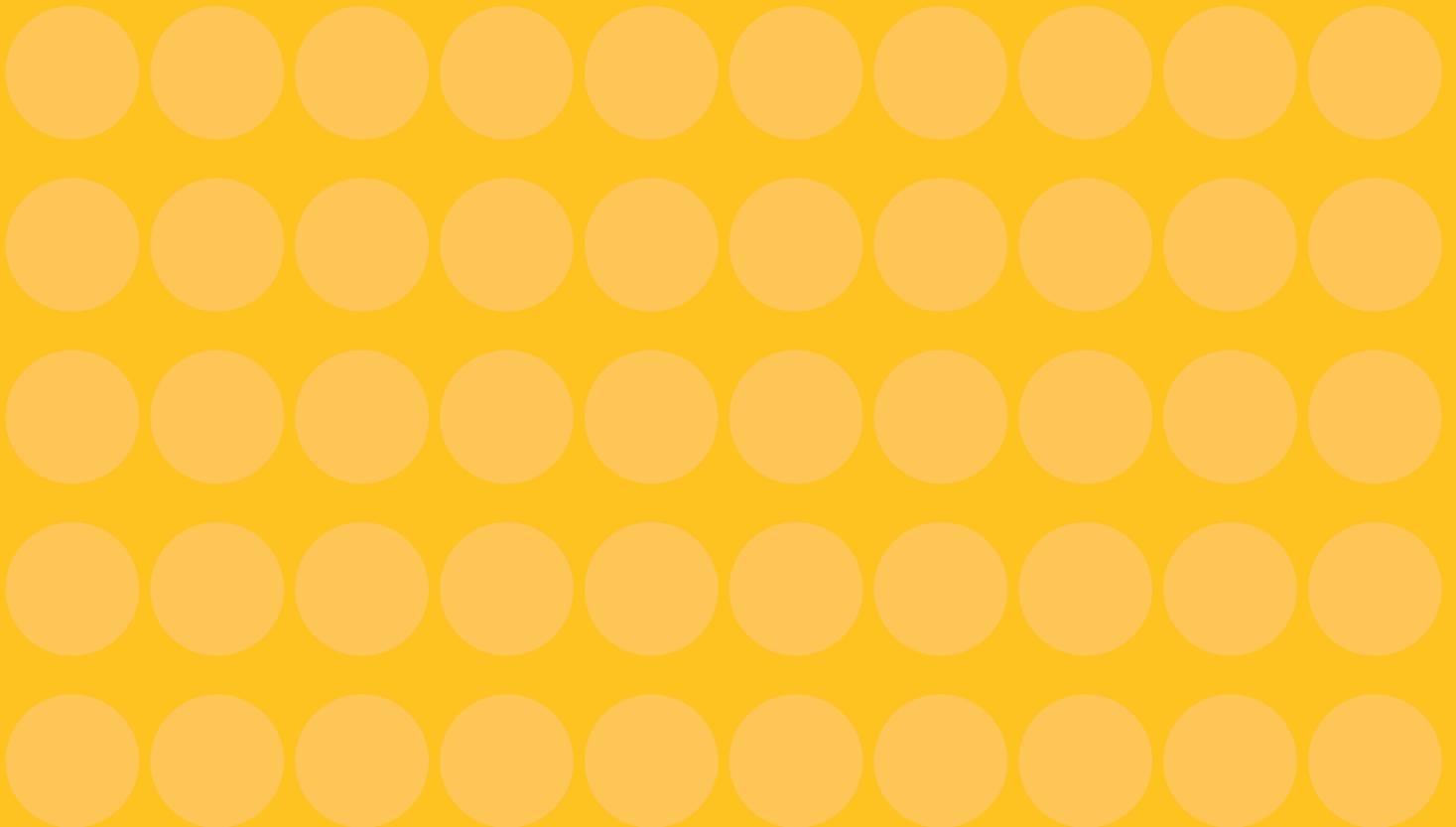
**CENTRO DE
ESTUDIOS
MONETARIOS
LATINOAMERICANOS**

Asociación Regional de Bancos Centrales

BOLETÍN

Volumen LVI

Número 1, enero-marzo de 2010



CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS

ASAMBLEA

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

JUNTA DE GOBIERNO, 2009-2011

Presidente:

Banco de la República (Colombia)

Miembros:

Banco Central de la República Argentina
Banco Central do Brasil
Banco de México
Banco Central de Nicaragua
Central Bank of Trinidad and Tobago
Banco Central de Venezuela

COMITÉ EDITORIAL

Javier Guzmán Calafell
Director General

Luiz Barbosa
Subdirector General

Fernando Sánchez Cuadros
Reuniones Técnicas de Banca Central

Ana-Laura Sibaja Jiménez
Servicios de Información

Boletín es una publicación del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, Durango nº 54, México, D. F., 06700. Aparece al fin de cada trimestre. Impresa en los talleres de Master Copy, S. A. de C. V., Av. Coyoacán nº 1450, México D. F., 03220. 400 ejemplares. ISSN: 0186-7229.

CEMLA BOLETÍN

ÍNDICE

- 1 **Nota editorial**
- 3 **Política monetaria y la burbuja inmobiliaria**
Ben S. Bernanke
- 18 **El fortalecimiento institucional de los bancos centrales**
Gregor Heinrich
- 28 **Nuevas formas de política de estabilización monetaria europea: durante y después de la crisis mundial**
Dietrich Schönwitz
- 38 **Entradas de capital: el papel de los controles**
Jonathan D. Ostry
Atish R. Ghosh
Karl Habermeier
Marcos Chamon
Mahvash S. Qureshi
Dennis B. S. Reinhardt
- 58 **Autoridades de los bancos centrales de América Latina y el Caribe, así como de otras instituciones colaboradoras del CEMLA**
- 63 **Actividades del CEMLA durante diciembre de 2009-febrero de 2010**

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

VOLUMEN LVI

NÚMERO 1

ENERO-MARZO DE 2010

Nota editorial

Presentamos en este primer número del *Boletín* LVI cuatro artículos recientes donde se continúa con la difusión de observaciones acerca de la crisis reciente y el papel de los bancos centrales en la búsqueda de la estabilidad monetaria y financiera. El tema de la autonomía e independencia de los bancos centrales sigue estando en la palestra, justamente por la importancia que tiene para una adecuada ejecución de sus funciones y por ende, para el logro de sus objetivos.

Ben Bernanke, presidente de la Junta de Gobierno de la Reserva Federal, en su presentación “Política monetaria y la burbuja inmobiliaria”, nos señala y valora cuál fue la respuesta de política de la Reserva Federal en la última década con especial énfasis en el periodo 2002-2006, dadas una serie de crisis, no solo de origen económico y financiero, que afectaron tanto la economía estadounidense sino incluso a otras economías. En su evaluación utiliza las reglas de Taylor como referencia, para de alguna manera contar con información para decidir si la política monetaria seguida fue la más adecuada o no. Seguidamente, realiza un análisis acerca de la relación entre la política monetaria y la formación (crecimiento e incluso, rompimiento) de la burbuja inmobiliaria. Entre sus conclusiones, señala, como lección aprendida de los acontecimientos recientes, la necesidad de una mejor y más inteligente ejecución de la regulación y la supervisión.

Gregor Heinrich, representante titular, en la Oficina de Representación para las Américas del BIS, escribe acerca del fortalecimiento institucional de los bancos centrales, en ocasión del 50° aniversario de la fundación del Banco Central de Nicaragua. Heinrich, nos señala que la fortaleza institucional de los bancos centrales, así como su capacidad para llevar a cabo de forma efectiva la política monetaria, son hoy en día temas de relevancia particular. También destaca la utilidad de conocer la experiencia de otros países en el proceso de fortalecer los mecanismos institucionales del banco central,

los cuales pueden requerir ajustes en el tiempo dado el entorno cambiante, a pesar de la permanencia de los objetivos y funciones de los bancos centrales.

En el artículo “Nuevas formas de política de estabilización monetaria europea: durante y después de la crisis mundial”, el señor Dietrich Schönwitz (Deutsche Bundesbank) trata especialmente sobre la forma en que el Banco Central Europeo ha llevado a cabo su política monetaria y de liquidez ante la crisis. Realiza una clara diferenciación entre lo que es la política monetaria y lo que es la de liquidez, lo cual resulta necesario para diferenciar y comprender qué objetivos específicos busca lograr un banco central con acciones particulares. Al final de su presentación, se centra en la tarea del banquero central en vista de los acontecimientos económicos y financieros recientes e incluye doce tesis sobre la política de estabilización monetaria posterior a la crisis. Entre sus observaciones, destaca una vez más, la importancia de una buena comunicación entre el banco central y el público en general.

En la nota “Entradas de capital: el papel de los controles”, de Jonathan D. Ostry, Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi y Dennis B. S. Reinhart, se realiza una evaluación de la capacidad de los controles de capital para efectivamente limitar o redirigir las entradas de capital; en particular, porque dada la recuperación de la economía mundial el capital está regresado a economías emergentes, pero que al ser considerados por algunos como temporales, surge la preocupación de que se generen dificultades en tales economías. El documento analiza los argumentos acerca del manejo adecuado de tales entradas y cuando podría ser justificado la imposición de controles. Aun cuando consideran que los controles de capital son herramientas legítimas, señalan la preocupación de que un uso generalizado por una serie de países podría tener implicaciones sistémicas para la economía mundial, por lo cual, esto debe considerarse antes utilizar tales herramientas.

Este número se completa con las listas de actividades del trimestre y de las autoridades de algunos de nuestros miembros. En el sitio web institucional (www.cemla.org) se puede obtener mayor información acerca de nuestras diversas publicaciones y actividades; y sus comentarios pueden enviarse a la siguiente dirección: (publicaciones@cemla.org).

Política monetaria y la burbuja inmobiliaria*

Ben S. Bernanke

I. Introducción

La crisis financiera que inició en agosto del 2007 ha sido, la más severa de la era posterior a la Segunda Guerra Mundial y muy posiblemente –una vez que se toma en cuenta el alcance global de la crisis, su efecto amplio sobre una variedad de mercados e instituciones, y la cantidad de instituciones financieras sistemáticamente críticas que quebraron o estuvieron al borde de la quiebra– la peor de la era moderna. Aunque las respuestas contundentes de los formuladores de políticas alrededor del mundo evitaron el colapso total del sistema financiero mundial en el otoño boreal del 2008, la intensidad de la crisis fue lo suficiente como para provocar una profunda recesión mundial de la cual estamos apenas empezando a recuperarnos.

Incluso a medida que continuamos trabajando para estabilizar nuestro sistema financiero y reactivar nuestra economía, es esencial que tomemos en cuenta las lecciones aprendidas durante la crisis de manera que podamos evitar que algo así vuelva a ocurrir. Debido a la complejidad de la crisis, las lecciones que hay que aprender son muchas y no siempre son sencillas. Definitivamente, tanto los reguladores financieros como el sector privado deben mejorar su capacidad para dar seguimiento y controlar la toma de riesgos.

La crisis no sólo puso de manifiesto las debilidades en cuanto a la vigilancia de los reguladores sobre las instituciones financieras, sino que también, de manera más fundamental, evidenció la existencia de brechas importantes en la arquitectura de la regulación financiera alrededor del mundo. Por nuestra parte, la Reserva Federal ha estado trabajando arduamente para identificar problemas y mejorar y fortalecer nuestras políticas y prácticas de supervisión; al mismo tiempo, hemos abogado por reformas legislativas y reglamentarias más sustanciales para así abordar los problemas que la crisis puso al descubierto.

En cuanto a la política regulatoria, debemos entender las lecciones generadas durante la crisis con respecto a la política monetaria. Sin embargo, la naturaleza de dicho aprendizaje es controvertido. Algunos observadores han asignado a la política monetaria un papel preponderante en la crisis. En concreto, sostienen que la aplicación de una política monetaria excesivamente sencilla por parte de la Reserva Federal en la primera mitad de la década ayudó a crear una burbuja en los precios de los bienes inmobiliarios en Estados Unidos; una burbuja cuyo inevitable colapso demostró ser una fuente importante de las tensiones financieras y económicas de los últimos dos años. Es común que los defensores de este punto de vista por lo general propongan un papel sustancialmente mayor en la prevención y control de las burbujas de los precios de la vivienda y de otros activos. Otros, por el contrario, consideran que la política monetaria fue la adecuada para las condiciones macroeconómicas imperantes, y afirman que ésta no fue ni la causa principal de la burbuja inmobiliaria, ni la herramienta adecuada para controlar el aumento

* Traduce y publica el CEMLA, con la debida autorización, el discurso *Monetary Policy and the Housing Bubble*, de Ben S. Bernanke, presidente de la Junta de Gobierno del Sistema de Reserva Federal estadounidense, presentado en la Annual Meeting of the American Economic Association, en Atlanta, Georgia, el 3 de enero de 2010. Cualquier error u omisión derivados de la traducción al español son responsabilidad de CEMLA.

en los precios de la vivienda. Obviamente, a la luz del daño económico ocasionado por el colapso de dos burbujas de precios de los activos en la década pasada, para resolver este debate se requiere mucho más que la precisión histórica.

El objetivo de mi intervención de hoy se encamina a aclarar cierta información sobre estas cuestiones. Primero voy a revisar la política monetaria de Estados Unidos durante las secuelas de la recesión del 2001 y a evaluar si esta política fue la adecuada, dado el estado de la economía en ese momento y la información con la que contaban los formuladores de políticas. Luego analizaré alguna evidencia de las fuentes de la burbuja inmobiliaria de Estados Unidos, con el papel de la política monetaria incluido. Por último, derivaré algunas lecciones para futuras políticas monetarias y regulatorias.¹

II. Política monetaria de EUA, 2002-2006

Comenzaré con una breve revisión de la política monetaria de Estados Unidos de la última década, con atención en el período del 2002 al 2006. Como ustedes saben, la economía de Estados Unidos sufrió una recesión moderada entre marzo y noviembre del 2001, muy fácil de localizar al final del período conocido como el auge de las *puntocom*, seguido de la caída abrupta de los precios de las acciones. Incertidumbres geopolíticas asociadas a los ataques terroristas del 11 de septiembre del 2001 y la invasión de Irak en marzo del 2003, así como una serie de escándalos corporativos en el 2002, hicieron que la situación económica se nublara aún más en la primera parte de la década.

La gráfica I muestra la trayectoria desde el año 2000 hasta la actualidad, de uno de los indicadores clave de la política monetaria, la tasa objetivo de fondos federales a un día establecida por el Federal Open Market Committee (comité para las operaciones de mercado abierto de la Reserva Federal, FOMC). La Reserva Federal administra la tasa de fondos federales, la tasa de interés a la cual los bancos se prestan unos a otros, para inducir condiciones financieras más amplias y de esta manera, el curso de la economía. Tal como

¹ Mis observaciones se basan, en gran medida, en el material de Dokko *et al.* (2009). Sin embargo, ni los autores ni mis otros colegas del Sistema de la Reserva Federal son responsables por las interpretaciones y conclusiones que yo derive en estos comentarios.

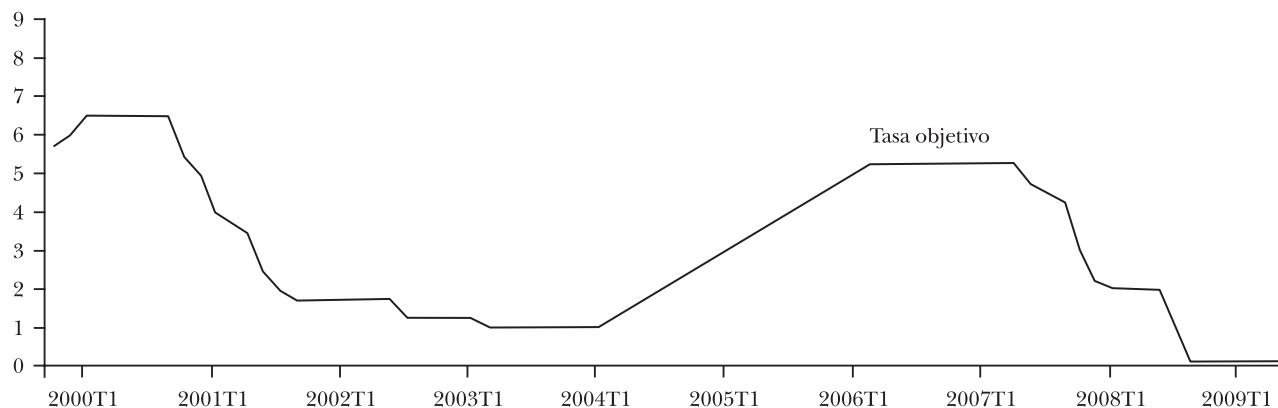
se aprecia, la tasa objetivo de fondos federales disminuyó rápidamente en respuesta a la recesión del 2001, de 6.5% a finales del 2000 a 1.75% en diciembre del 2001 y a 1% en junio del 2003. Luego de batir el, hasta entonces, récord de 1%, la tasa objetivo permaneció en ese nivel durante un año. En junio del 2004, el FOMC empezó a subir la tasa objetivo que llegó a 5.25% en junio del 2006, antes de detenerse. (Más recientemente, como ustedes saben, y como se indica en el lado derecho de la gráfica, las tasas se han reducido de manera drástica una vez más.) Durante el período transcurrido entre el 2002 y el 2006, las bajas tasas políticas estuvieron acompañadas en varias ocasiones por una guía adelantada de la política por parte del Comité. Por ejemplo, a partir de agosto del 2003, el FOMC señaló en cuatro declaraciones emitidas luego de sus reuniones que era posible que dicha política se mantuviese acomodaticia por un periodo considerable.²

La respuesta agresiva de política monetaria en el 2002 y el 2003 se vio motivada por dos factores principales. Primero, aunque la recesión desde el punto de vista técnico acabó a finales del 2001, la recuperación seguía siendo bastante débil y sin trabajo en la última parte del 2003. El producto interno bruto (PIB) real, que normalmente aumenta por encima de la tendencia en las primeras etapas de una expansión económica, subió a un ritmo promedio por encima de 2% en el 2002 y en la primera mitad del 2003, una tasa insuficiente para detener los continuos aumentos de la tasa de desempleo, que alcanzó su pico por encima de 6% en el primer semestre del 2003.³ Segundo, la respuesta de política del FOMC también

² En enero del 2004, el Comité expresó la intención de ser *paciente* con respecto a remover la política monetaria acomodaticia. En mayo del 2004, un mes antes de que el Comité empezara a aumentar su tasa objetivo de fondos federales, éste señaló que la política acomodaticia probablemente se eliminaría a un ritmo que sería *mesurado*. Para la revisión de los beneficios potenciales de dicho comunicado, en particular ante posibles riesgos de deflación, ver Eggertson y Woodford (2003) y Woodford (2007).

³ Muchos consideraron la recuperación relativamente débil como el reflejo de un *exceso de capital* que resultó del rápido ritmo de inversión en tecnología de información durante su auge. Según este punto de vista, el exceso de capital inhibió la nueva inversión de capital y, al permitir mejoras continuas en la productividad, también limitó la necesidad de los empleadores de agregar trabajadores a fin de cumplir los incrementos relativamente moderados de la demanda final que se avecinaba. Como se señaló en el texto principal, las incertidumbres geopolíticas así como los escándalos corporativos se sumaron a las incertidumbres que enfrentaban los empleadores.

GRÁFICA I. TASA OBJETIVO DE FONDOS FEDERALES, 2000-2009



FUENTE: Junta de Gobierno de la Reserva Federal.

reflejaba preocupaciones en cuanto a una posible reducción no deseada de la inflación. Al tomar en consideración la dolorosa experiencia de Japón, los formuladores de políticas temieron que la economía estadounidense pudiera caer en la deflación y que a consecuencia de ello, la tasa de interés objetivo del FOMC pudiera llegar a su límite inferior igual a cero, lo que limitaría el ámbito para un acomodo monetario posterior. Las decisiones del FOMC durante este período fueron producto de un fuerte consenso entre los investigadores de que, al afrontar el riesgo de llegar al límite inferior igual a cero, los formuladores de políticas tuvieron que bajar las tasas como medida preventiva, en consecuencia reduciendo la probabilidad de estar a fin de cuentas restringidos por el límite inferior de la tasa de interés de política.⁴

III. Evaluación de la restricción o expansión de la política monetaria

A pesar de que las condiciones macroeconómicas ciertamente justificaban políticas económicas acomodaticias en el 2002 y años siguientes, la pregunta sigue siendo si no obstante fue más expansiva de lo necesario o no. Dado que no podemos saber de qué manera hubiera podido evolucionar la economía con políticas monetarias alternativas, toda respuesta a esta pregunta deberá ser hipotética.

Un enfoque utilizado por muchas personas

⁴ Para el análisis de la experiencia japonesa y las políticas adecuadas que se acercan al límite cero, ver Führer y Madigan (1997), Reifschneider y Williams (2000), y Ahearne *et al.* (2002).

que han abordado este asunto es comparar las políticas de la Reserva Federal durante este período con las recomendaciones derivadas a partir de reglas de política simples, tales como la denominada regla de Taylor desarrollada por John Taylor de la Universidad de Stanford (Taylor, 1993). Este enfoque está sujeto a una serie de limitaciones que son importantes de tener en cuenta.⁵ Particularmente las reglas simples de política como la regla de Taylor son sólo reglas generales, y personas razonables podrían estar en desacuerdo con ciertos detalles importantes de la construcción de dichas reglas. Además, las reglas simples dejan necesariamente de lado muchos factores que podrían ser relevantes para la elaboración de una política efectiva en una determinada situación –como por ejemplo, el riesgo de que la tasa de política llegue a un límite inferior cero– razón por la cual no hacemos política monetaria únicamente con base en dichas reglas. Debido a las razones expuestas, incluso los grandes partidarios de las reglas simples de política generalmente aconsejan que se les use sólo como guía y no como sustitutos de análisis de política más completos; y que se consideren las recomendaciones de una serie de reglas simples con el objeto de garantizar robustez (Taylor, 1999a). Dicho esto, como gran parte del debate sobre la política monetaria después de la recesión del 2001 ha usado tales reglas, de igual forma las analizaré aquí.

La famosa regla de Taylor relaciona el establecimiento prescrito de la tasa de fondos federales a un día –overnight, la tasa de interés objetivo del

⁵ Kohn (2007) discute algunas de estas limitaciones y anticipa algunos de los puntos señalados en mis comentarios de hoy.

GRÁFICA II. TASA OBJETIVO DE FONDOS FEDERALES Y PRESCRIPCIONES DE LA REGLA DE TAYLOR (1993)



FUENTES: Junta de Gobierno de la Reserva Federal, Bureau of Labor Statistics, Bureau of Economic Analysis y cálculos del personal de la Reserva Federal.

FOMC en su formulación de política monetaria— en dos factores: *i*) la desviación, en puntos porcentuales, de la tasa de inflación de la inflación objetivo de largo plazo establecida por los formuladores de políticas; y *ii*) la denominada brecha del producto, que se define como la diferencia porcentual entre el producto corriente (comúnmente definido como PIB real) y el nivel normal o potencial de producto. En símbolos, la forma estándar de la regla de Taylor está representada por la ecuación que se muestra en el anexo. En esta ecuación, i_t es el valor recomendado de la tasa de interés política en un período determinado t ; $\pi_t - \pi^*$ es la desviación de la tasa de inflación real π de su meta π^* en el período t ; y $y_t - y_t^*$, la brecha del producto, es la desviación del producto real verdadero y del producto potencial y^* en el período t . Los parámetros a y b son números positivos que describen la fuerza con la que la tasa política deberá responder a las desviaciones de la inflación de su objetivo y del producto de su potencial.

Como era de esperarse, la regla de Taylor le indica a los formuladores de políticas que las tasas de interés deberían ser mayores cuando la inflación está por encima de la meta ($\pi_t - \pi^* > 0$), o cuando el producto está por encima de su potencial, ($y_t - y_t^* > 0$). Taylor (1993) estimó el valor real de la tasa de fondos federales a largo plazo cerca de 2%. En consecuencia la ecuación para la regla de Taylor muestra que cuando la inflación y el producto son iguales a sus metas, la tasa de fondos federales —expresada en términos nominales en este documento— deberá ser igual a dos más la tasa de inflación. De manera equivalente, cuando la inflación y el producto son iguales a sus objetivos, el valor real de

la tasa de fondos federales deberá ser igual a 2%.

Para que la ecuación de la regla de Taylor del anexo sea operativa, se requiere especificar los valores numéricos de los coeficientes a y b , elegir los indicadores de inflación y producto apropiados, y especificar una tasa de inflación objetivo y una medida del producto potencial. En su artículo de 1993, en el que presenta su regla epónima, Taylor sugirió establecer tanto a como b iguales a 0.5. Así, por ejemplo, de conformidad con la regla original de Taylor, si el producto aumenta 1% relativo a su potencial, y todo lo demás permanece igual, la Reserva Federal debería aumentar su tasa política en 0.5%, o 50 puntos base. De acuerdo con las sugerencias de Taylor para los valores de los parámetros, en la gráfica II, con una línea discontinua, se muestran los valores de la tasa de fondos federales sugeridos por la regla de Taylor para el período que va desde el 2000 hasta la fecha, con una inflación medida por el índice de precios al consumidor (IPC), la meta de inflación asumida por el FED se estableció en 2%, el producto medido con el PIB real, y la brecha de producto, tal y como estimó retrospectivamente el principal modelo de pronóstico de la Reserva Federal, el modelo FRB/US. La disposición de la regla de Taylor se yuxtapone a la trayectoria real de la tasa política obtenida de la gráfica I, que se muestra de nuevo con una línea continua.

La comparación que se muestra en la gráfica II proporciona la evidencia más comúnmente citada de que la política monetaria fue demasiado expansiva durante el período del 2002 al 2006, ya que la tasa real de fondos federales está por debajo de los valores sugeridos por la regla de Taylor —alrededor de 200 puntos base en promedio

durante este período de cinco años (Taylor, 2007).

Por supuesto, la validez de esta conclusión depende de que si los supuestos específicos y mediciones empleadas para construir la prescripción de política de la regla de Taylor son las adecuadas. Existe espacio para el desacuerdo. Por ejemplo, alguna evidencia empírica y simulada sugiere que la receptividad de política para la brecha del producto, dada por el parámetro b en la ecuación de la regla de Taylor, debería ser mayor que el valor de 0.5 originalmente escogida por Taylor.⁶ Valores más altos de b conducen a la regla de Taylor a recomendar tasas de política mucho más bajas durante las recesiones y sus secuelas.

Las prescripciones de la regla de Taylor podrían además depender de manera sensible de la manera en que se miden la inflación y la brecha del producto. Las dificultades para medir la brecha de producto, particularmente en tiempo real, son bien conocidas. La elección para medir la inflación podría ser también importante. En su artículo original de 1993, Taylor eligió medir la inflación mediante el uso del deflactor del PIB. Como se ha señalado, la disposición de política de la regla de Taylor que se muestra en la gráfica II se basa en la medida de inflación del bien conocido IPC. Por su parte, durante la década pasada, el FOMC generalmente se enfocó en la inflación medida por el índice de gastos de consumo personal (GCP) porque esta medida está menos dominada de lo que está el IPC por la renta imputada a las viviendas ocupadas por sus propietarios, y por otras razones técnicas. De hecho la selección de la medida de inflación tiene importancia en lo que respecta a la interpretación de este episodio, puesto que las medidas alternativas dan a los formuladores de políticas algunas señales diferentes. En particular, la inflación subyacente de los GCP para el 2003 se informó en principio, en el primer trimestre del 2004, con una disminución de 1%, y parecía estar en una trayectoria de descenso muy pronunciada.⁷ Estos datos aumentaron la preocupación

⁶ Taylor (1999b) comprende un conjunto de estudios que comparan el desempeño económico en un rango de modelos económicos en base a reglas alternativas y colocación de parámetros.

⁷ Las medidas de inflación están basadas en un período de cuatro trimestres. La inflación básica excluye los precios de los alimentos y energía. Debido a que se excluyen los componentes más volátiles del índice de precios, el FOMC

en el FOMC de una posible deflación. Por el contrario, los datos del IPC reportados al mismo tiempo mostraron una inflación subyacente de alrededor de 2% para el 2003. En este caso, las revisiones de datos elevaron las estimaciones de la inflación del GPC para ese período y sugerían que la deflación era menos riesgosa de lo que se pensó en ese momento. Pero pudo no saberse por adelantado que tales revisiones ocurrirían y fue evidente que las decisiones políticas se debían tomar con base en la información disponible en ese momento.

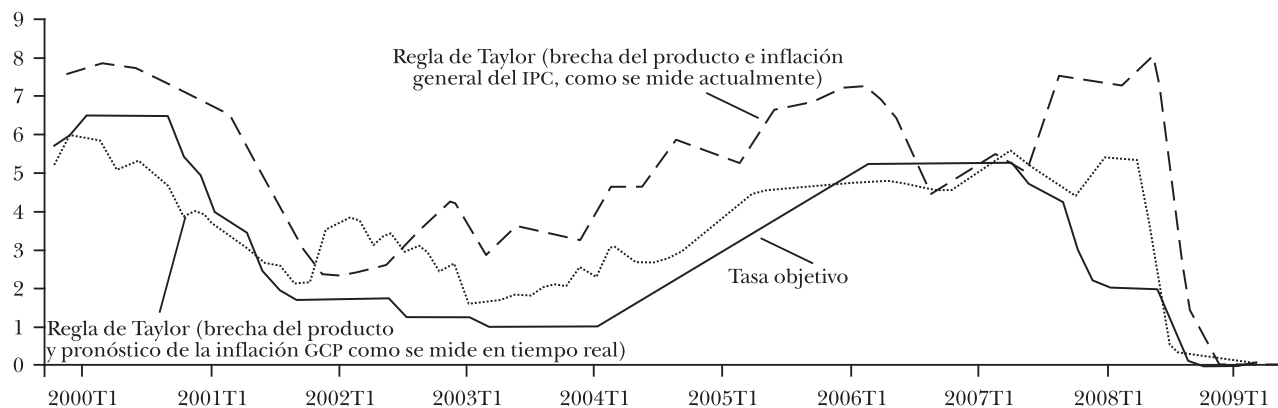
No obstante, para mis propósitos actuales, la preocupación más significativa con respecto al uso de la regla estándar de Taylor como un benchmark de política es su implicación de que la política monetaria debería depender de los valores de inflación y producto observados en la actualidad. En particular, la recomendación de la regla de Taylor que se muestra en la gráfica II relaciona la tasa de interés de política prevista con la tasa de inflación y la brecha de producto que corresponde al mismo trimestre en que se tomó la decisión de política.⁸ Sin embargo, debido a que la política monetaria funciona con un cierto rezago, una política monetaria efectiva debe tomar en cuenta los valores esperados de las variables objetivo, en lugar de los valores corrientes. En efecto, en ese sentido, el FOMC emite proyecciones económicas de manera regular, y estas proyecciones han demostrado tener una importante influencia en las decisiones de política (Orphanides y Wieland, 2008).

La distinción entre los valores corrientes y los valores esperados no siempre importan mucho, dado que (por ejemplo) los altos niveles de inflación o de producto de hoy podrían indicar niveles altos de esas variables en el futuro. Sin embargo, durante la década pasada, la distinción entre inflación corriente y la esperada ha sido importante. En varias ocasiones durante este período, los incrementos en el precio de los energéticos condujeron a aumentos generales de la inflación. De acuerdo con la regla estándar de Taylor, cuya prescripción política depende del valor actual de la inflación, estos episodios deberían haber llevado a una significativa rigidez de la política monetaria. Sin embargo, tanto el FOMC

utilizó la inflación básica como indicador de la tendencia subyacente de inflación.

⁸ De manera más precisa, ya que la inflación se mide sobre una base de cuatro trimestres, la tasa de inflación actual corresponde a la tasa del incremento de precios durante el trimestre en curso y los tres trimestres anteriores.

GRÁFICA III. TASA OBJETIVO Y PRESCRIPCIONES DE LA REGLA DE TAYLOR CON PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN EN TIEMPO REAL, 2000-09



FUENTES: Junta de Gobierno de la Reserva Federal, Bureau of Labor Statistics, Bureau of Economic Analysis y cálculos del personal de la Reserva Federal.

como los analistas privados esperaban que estos aumentos del precio de la energía disminuyeran –correctamente, como resultó– y por lo tanto no ajustó mucho sus pronósticos de inflación a mediano plazo. En consecuencia, la política no se endureció tanto como la regla estándar de Taylor había sugerido. En otras palabras, la regla estándar de Taylor no hace ninguna diferenciación entre aumentos temporales en la inflación y aquellos que se esperaba fueran más prolongados. Sin embargo, en la práctica los formuladores de políticas respondieron menos a los aumentos en la inflación que esperaban fuesen temporales, una estrategia razonable dado que la política monetaria afecta la inflación sólo con un rezago significativo.

La gráfica III muestra las implicaciones cuantitativas de este punto. Las trayectorias reales de la tasa de política, y la disposición de política económica sugerida por la regla estándar de Taylor, son las mismas que se muestran en la gráfica II. También se muestra la trayectoria de política monetaria dispuesta por una versión alternativa de la regla de Taylor, que sustituye la tasa de inflación actual por un pronóstico de inflación del trimestre en curso y los tres siguientes. Los pronósticos son aquellos que de hecho se hicieron, esto es, en el momento en que se escogió la tasa de política correspondiente. Para el período que se extiende hasta el 2004, estos pronósticos son los del personal (conocidos también como informes Greenbook) que se prepararon para cada reunión de política. Debido a que los pronósticos Greenbook para el período posterior al 2004 aún no están disponibles de forma pública, del año 2005 en adelante, los pronósticos se construyeron con base en material de acceso público,

proyecciones contemporáneas de los participantes del FOMC, mediante la utilización de los métodos desarrollados por Athanasios Orphanides y Volker Wieland (2008).⁹ Adicionalmente y de conformidad con las prácticas del FOMC, la inflación se mide por el índice de precios de GPC que estuviera disponible en tiempo real, en vez del IPC.¹⁰

Como se muestra en la gráfica III, la regla alternativa de Taylor dispone una trayectoria para la política que se acerca más a la que se ha seguido durante toda la década, incluyendo años recientes. En otras palabras, cuando se toma en cuenta que los formuladores de políticas deberían responder y responden de forma diferente a los cambios temporales y a los cambios prolongados en materia de inflación, la política monetaria que se da tras la recesión del 2001 parece

⁹ Las proyecciones del FOMC entre 2005 y 2007 se obtuvieron de *Monetary Policy Report to the Congress*, publicado en febrero y julio (disponible en www.federalreserve.gov/monetarypolicy/mpr_default.htm); las proyecciones para la inflación básica están convertidas en proyecciones para la inflación global con base en los cálculos del personal, que a su vez depende de los precios futuros de energía. Desde comienzos del 2008, los pronósticos de inflación del FOMC tanto para la inflación básica como para la inflación global, se ponen a disposición del público cuatro veces cada año en el documento *Summary of Economic Projections* (ver, por ejemplo, Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal (2009), “Minutes of Federal Open Market Committee, enero 9 y 21 y 29 - 30, 2008”, comunicado de prensa, 20 de febrero, (www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20080220a.htm)).

¹⁰ En la misma línea, también se sustituyó la brecha del producto tal y como midió retrospectivamente el modelo FRB/US con la brecha del producto de ese modelo medida en tiempo real. Este cambio no tiene efecto significativo en las prescripciones de política en la mayor parte del período.

haber sido razonablemente adecuada, al menos en relación con una simple regla de política.

¿Cuál versión de la regla de Taylor –la versión estándar, que utiliza los valores corrientes de inflación, o la versión alternativa, que emplea pronósticos de inflación– es la guía más fiable? He explicado mi preferencia por el uso de los pronósticos de inflación en vez de la inflación real en la regla de política: la política monetaria funciona con cierto rezago, y por lo tanto las decisiones de política deben ser anticipadas. Uno puede preferir aún la simplicidad de la regla estándar de Taylor que utiliza los valores actuales de inflación. Sin embargo, nótese en la gráfica III que un defensor de la regla estándar hubiera recomendado que el FOMC elevara la tasa de política dentro de un rango de 7% a 8% en los tres primeros trimestres del 2008, inmediatamente después del pico de recesión y justo antes de la intensificación de la crisis financiera en los meses de septiembre y octubre –una decisión de política que quizás no hubiera obtenido mucho apoyo entre los especialistas monetarios. En cambio, la gráfica III muestra que la versión de la regla de Taylor basada en la inflación de pronóstico –con puntos– explica tanto el rumbo de la política monetaria a principios del decenio pasado, así como la decisión de no responder con agresividad a lo que de hecho resultó ser un aumento temporal de inflación en el 2008. Esta comparación sugiere que la regla de Taylor que utiliza una inflación de pronóstico es el punto de referencia más útil, tanto como una descripción del comportamiento reciente del FOMC, como una guía adecuada de política.

Aunque la política monetaria del 2002 al 2006 parece haber sido razonablemente consistente con las metas acordadas por el mandato de la Reserva Federal en cuanto a la estabilidad de precios y empleo sostenible máximo, no hemos abordado aún la posibilidad de que las políticas adaptables –quizás las apropiadas para lograr metas de inflación y de producto a mediano plazo– hayan contribuido inadvertidamente a la burbuja inmobiliaria. Ahora voy a referirme a ese tema.

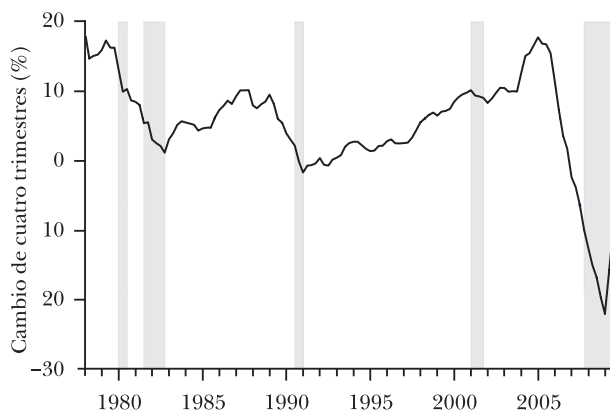
IV. Política monetaria y la burbuja inmobiliaria

A fin de establecer el escenario para la discusión, la gráfica IV muestra el aumento anual de los precios nominales de las viviendas desde 1978

hasta la fecha.¹¹ Después de varios años de crecimiento lento, los precios de las viviendas en Estados Unidos empezaron a aumentar rápidamente a finales de los noventa. Los precios aumentaron a una tasa de 7% a 8% anual en 1998 y 1999, y en el rango de 9% a 11% del 2000 al 2003. Por lo tanto, el inicio del período previo a los precios inmobiliarios antecede al período de la política altamente adaptable. Shiller (2007) determina el inicio del apogeo en 1998. Por otra parte, las alzas de los precios más aceleradas ocurrieron entre el 2004 y el 2005, cuando la tasa anual de apreciación del valor de las viviendas se situaba entre 15% y 17%. Por lo tanto, el momento de la burbuja inmobiliaria no excluye alguna contribución de la política monetaria.

Para tratar de evaluar la importancia de tal

GRÁFICA IV. TASAS DE INCREMENTO EN LOS PRECIOS DE VIVIENDA, 1978:1T - 2009:3T



FUENTE: First American Loan Performance.

NOTA: Las áreas sombreadas se refieren a las recesiones del National Bureau of Economic Research.

¹¹ Estos datos se basan en el modelo de ventas repetidas de viviendas específicas, lo cual ayuda a corregir cambios en la composición de las ventas inmobiliarias e incluyen información sobre las residencias financiadas al margen de empresas patrocinadas por el gobierno, Fannie Mae y Freddie Mac.

Un importante y quizás subestimado asunto es que la medición de precios de vivienda mejoró considerablemente desde la primera parte de la década pasada. El índice de LoanPerformance en el que se basa la gráfica IV corrige cambios en la composición de ventas mediante el uso del modelo de ventas repetidas, tal y como se señaló en el texto. No obstante, durante la primera mitad de la década pasada, los únicos índices de precios inmobiliarios disponibles al público que hacían esa importante corrección se basaban en datos obtenidos de las hipotecas adquiridas por empresas patrocinadas por el gobierno, Fannie Mae y Freddie Mac. Sin embargo, dado que estas empresas basaban su operación en viviendas adquiridas mediante las denominadas hipotecas conforme, estos índices perdieron movimientos de precio en muchas casas financiadas con hipotecas jumbo, alt-A, y de alto riesgo. Ver Dokko *et al.* (2009).

posible contribución, en mis comentarios finales consideraré brevemente dos asuntos relacionados. Primero, el aumento acumulado de los precios de la vivienda que se muestra en la gráfica IV es bastante grande. ¿Pueden las políticas monetarias acomodaticias de este período explicar razonablemente la magnitud del aumento que observamos en los precios de las viviendas? Si no es posible, ¿Qué lo explica? Segundo, los precios de las viviendas aumentaron de forma significativa en muchos países industrializados durante este período y no sólo en Estados Unidos. Si la política monetaria fue una fuente importante para la apreciación del valor de las viviendas en los Estados Unidos, parece razonable esperar que, en una comparación internacional, países con políticas monetarias más expansivas debieran haber tenido más posibilidad de experimentar igualmente aumentos significativos en los precios de las viviendas. ¿Es ese el caso?

Con respecto a la magnitud de los aumentos del precio de las viviendas: los economistas que han investigado el tema, generalmente han encontrado que, con base en relaciones históricas, sólo una pequeña parte del aumento en los precios inmobiliarios a principios de esta década puede atribuirse a la orientación de la política monetaria de Estados Unidos.¹² Esta conclusión se obtuvo a partir de dos modelos econométricos y análisis puramente estadísticos que no utilizan la teoría económica.

A fin de demostrar este descubrimiento de una forma sencilla, utilizaré un modelo estadístico desarrollado por investigadores de la Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal que resume las relaciones históricas entre los principales indicadores macroeconómicos, los precios de la vivienda y la política monetaria (Dokko *et al.*, 2009). La técnica estadística empleada en este modelo, conocido como técnica de autorregresión vectorial, resulta familiar para los econométricos que buscan analizar la evolución conjunta de una recolección de series de datos a través del tiempo. El modelo incorpora siete variables, entre las cuales se incluyen las medidas de crecimiento económico, inflación, desempleo, inversión residencial, precios de la vivienda, y la tasa de fondos federales, y se calcula con datos del periodo de 1977 a 2002.¹³ Para

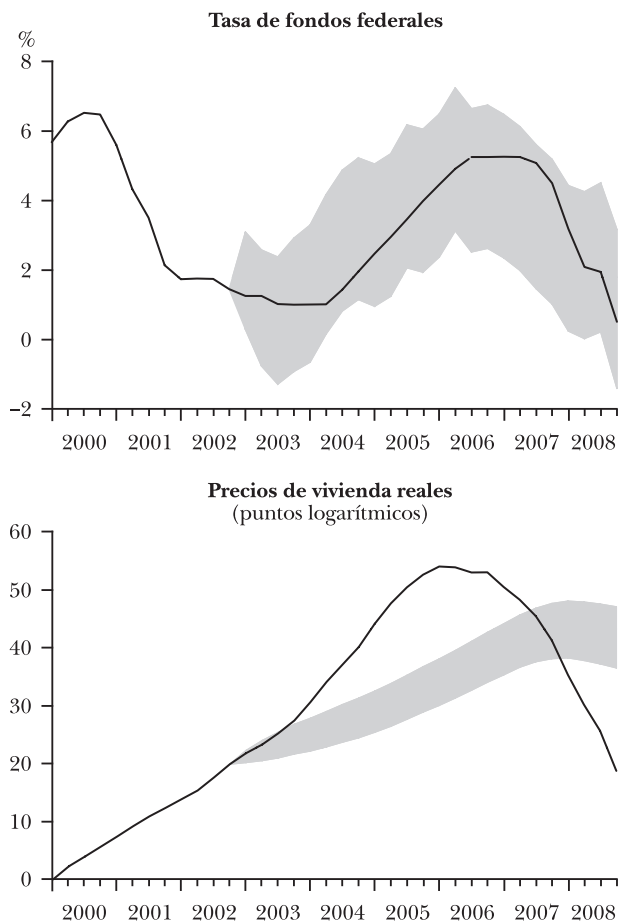
¹² Ver, por ejemplo, Del Negro y Otrok (2007), Jarocinski y Smets (2008), Edge, Kiley, y LaForte (2009) y Iacoviello y Neri (de próxima publicación).

¹³ Ver Dokko *et al.* (2009) para más detalles. Los autores

nuestros propósitos, el valor de este modelo está en que se puede utilizar para predecir el comportamiento de cualesquiera de las variables en estudio, con el supuesto de que las relaciones históricas se mantienen y que las otras variables en el sistema adoptan sus valores históricos reales.

La gráfica V ilustra la aplicación de este procedimiento a la tasa de fondos federales y a los precios de la vivienda en el período del 2003 al 2008. En el panel izquierdo de la gráfica, la línea continua muestra la historia real de la tasa de fondos federales. El área sombreada de la figura se construye con los resultados del modelo estadístico; éste muestra la gama de posibles resultados que se hubieran considerado normales para la tasa de fondos federales asumiendo que las otras seis variables incluidas en el modelo tomaran

GRÁFICA V. PRONÓSTICOS CONDICIONALES PARA LA TASA DE FONDOS FEDERALES Y PRECIOS DE VIVIENDA



FUENTES: Junta de Gobierno de la Reserva Federal, Bureau of Economic Analysis, Bureau de Análisis Económico y cálculos del personal de la Reserva Federal.

NOTA: Las áreas sombreadas señalan valores dentro de dos desviaciones estándar del pronóstico condicional de cada variable.

detuvieron la muestra en el 2002 para excluir el período en cuestión.

sus valores verdaderos durante los años 2003 a 2008. Los valores de la tasa de fondos federales que se encuentran dentro del área sombreada están relativamente cerca (en términos técnicos, a dos desviaciones estándar) de los valores de pronóstico correspondientes. En línea con nuestra discusión anterior, el panel izquierdo de la gráfica sugiere que, aunque la política monetaria existente fue acomodaticia durante el período posterior a la recesión del 2001, ésta no fue inconsistente con la experiencia histórica, dado el entorno macroeconómico de la época.

El panel derecho de la gráfica muestra el comportamiento del pronóstico de los precios de la vivienda durante el período reciente, tomando como dadas las condiciones macroeconómicas y la trayectoria real de la tasa de fondos federales. Como se puede apreciar, el aumento en los precios de las viviendas queda fuera de las predicciones del modelo. Por lo tanto, cuando se toman en cuenta las relaciones históricas, se hace difícil atribuir la burbuja del precio de la vivienda ya sea a la política monetaria o a la amplitud del entorno macroeconómico.

Una posible objeción a esta conclusión es que, debido a los cambios en los métodos de financiación de vivienda, la relevancia de los precios inmobiliarios a la política monetaria pudo haber sido, en la última década, diferente a lo que fue en los años ochenta y noventa. Por ejemplo, durante el 2003 y el 2004, casi un tercio de las solicitudes hipotecarias fueron productos hipotecarios de tasa ajustable (ARM). Las bajas tasas de política desembocan en los pagos mensuales de hipoteca de una manera más directa cuando la tasa de interés hipotecaria es ajustable y está sujeta a tasas de interés de corto plazo. Esta vinculación pudo racionalizar un efecto mayor de la política monetaria en los precios inmobiliarios en el período más reciente (Iacoviello y Neri, de publicación próxima).

En el cuadro 1 se proporciona evidencia al respecto. El cuadro muestra de manera ilustrativa los primeros pagos mensuales de hipoteca para una casa de precio medio para diferentes tipos de hipotecas.¹⁴ Las tasas de interés utilizadas para calcular estos pagos son los promedios reales de los principales solicitantes de préstamos del 2003 al 2006, según datos de Freddie Mac. Una comparación del primer pago mensual de una hipoteca de tasa fija a 30 años y una hipoteca de tasa

¹⁴ Los cálculos son para un precio de vivienda de USD 225,000 y una prima de 20%.

Cuadro 1

INSTRUMENTOS ALTERNATIVOS DE HIPOTECA Y PAGOS INICIALES MENSUALES ASOCIADOS

	<i>Pago inicial mensual USD</i>	<i>Pago como un porcentaje de pago FRM</i>
Producto de hipoteca		
Hipoteca de tasa fija (FRM)	1,079.19	100.0
Hipoteca de tasa ajustable (ARM)	903.50	83.7
ARM/sólo interés	663.00	61.4
Amortización a 40 años (ARM)	799.88	74.1
Amortización negativa (ARM)	150.00	13.9
ARM con opción de pago	<150.00	<13.9

FUENTE: Las tasas de interés para estos cálculos son de Freddie Mac y para el período del 2003 hasta 2006.

NOTA: Las tasas de interés utilizadas en estos cálculos fueron 6% para FRM y 4.42% para ARM estándar. Para efectos de los cálculos, asumimos un precio de vivienda de USD 225,000 y un pago de prima de 20%, y que el deudor califica para un producto prime.

ajustable (ARM) muestra que el pago de ARM es casi 16% más bajo, una diferencia importante pero no dramática. El pago de la hipoteca de tasa ajustable no es sustancialmente menor que el pago de tasa fija, ya que éste incluye la amortización del principal y una tasa de interés¹⁵ distribuida en el índice. Por otra parte, una política monetaria menos acomodaticia no hubiera tenido un efecto sustancial en los pagos de hipotecas de tasa ajustable (ARM). Haciendo uso del modelo macroeconómico principal de la Junta, el personal simuló los efectos en la economía y en las tasas hipotecarias de una política monetaria que seguía la regla original de Taylor (1993), tomando en cuenta los efectos de retroalimentación de una política más rígida en la economía.¹⁶

¹⁵ Las cifras del cuadro 1, que son para deudores de *prime*, no toman en cuenta el hecho de que los deudores de *subprime* (alto riesgo) que utilizan productos ARM usualmente se enfrentan tanto a tasas de interés más altas como a cargos adicionales.

¹⁶ La simulación abarcó el período del 2003 al 2005. El año 2006 se excluyó debido a que la política real y la política prescrita por la regla de Taylor (1993) no fueron significativamente diferentes en ese año. Cuando se asume que la regla de Taylor (1993) rige la política monetaria, la tasa de fondos federales simulada es de un promedio de 2.6% del 2003 al 2005, 70 puntos básicos más alta que en la línea de base. El aumento de la tasa de fondos federales es menor a la diferencia que se muestra en la gráfica III debido a los efectos de retroalimentación que operan en la economía; una

En este escenario, se encontró que la tasa ajustable hipotecaria inicial hubiera sido de 0.71 puntos porcentuales más alta que la línea base y el primer pago mensual de hipoteca de tasa ajustable hubiera aumentado en casi USD 75. Este resultado no sugiere que una política monetaria moderadamente más estricta hubiera disuadido a muchos solicitantes potenciales de préstamos tipo ARM.

El cuadro 1 muestra también los primeros pagos mensuales para algunos tipos alternativos de hipotecas de tasa variable, incluyendo los ARM de interés solamente, ARM de amortización a largo plazo, ARM de amortización negativa (en las cuales el pago inicial ni siquiera cubre los costos de interés), y ARM con opción de pago (que dan al deudor una gran flexibilidad en cuanto al tamaño de pagos mensuales en las primeras etapas del contrato). Estas hipotecas más exóticas muestran reducciones mucho más significativas en el primer pago mensual que las que se pudieron haber obtenido por medio de un ARM estándar. Claramente, para los acreedores y los deudores que se centraron en minimizar el pago inicial, la elección del tipo de hipoteca fue mucho más importante que el nivel de las tasas de interés a corto plazo.

La disponibilidad de estos productos hipotecarios alternativos demostró ser muy importante y, como muchos han reconocido, es posiblemente una explicación clave del fenómeno de la burbuja inmobiliaria. El cuadro 2 muestra el porcentaje de hipotecas de tasa variable originado a partir de una diversidad de características exóticas que iniciaron en el 2000. Como puede apreciarse, el uso de estas características no estandarizadas aumentó de manera rápida desde principios de la década hasta el 2005 o 2006. Debido a que se presume que dichas características no son apropiadas para muchos acreedores, el cuadro 2 es evidencia de un prolongado deterioro de los estándares de suscripción de hipotecas, que se agravó más debido a prácticas tales como el otorgamiento de préstamos sin documentación. La imagen que surge es consistente con muchas cuentas del período: en algún momento, tanto los acreedores como los deudores se convencieron de que los precios de las viviendas sólo iban a aumentar. Los deudores eligieron, y se les concedieron, hipotecas que no iban a poder

regla de política menos adaptable reduce producto e inflación, lo cual a su vez limita el aumento de las tasas que la regla de política implica.

pagar en el largo plazo. Se les otorgaron estos préstamos con la expectativa de que al acumular capital inmobiliario pronto podrían refinanciar con hipotecas más sostenibles. Durante un tiempo, el aumento en los precios de vivienda se convirtió en una profecía autocumplida, pero finalmente, no se pudo sustentar más la apreciación del valor y los precios de vivienda colapsaron. Esta descripción sugiere que las políticas de regulación y fiscalización, en lugar de políticas monetarias, hubieran sido más eficaces para abordar el alza de los precios de vivienda. Volveré a retomar este punto en mi conclusión.

Cuadro 2

CARACTERÍSTICAS DE HIPOTECAS NO TRADICIONALES;
2000-2006

(En porcentaje de origen ARM)

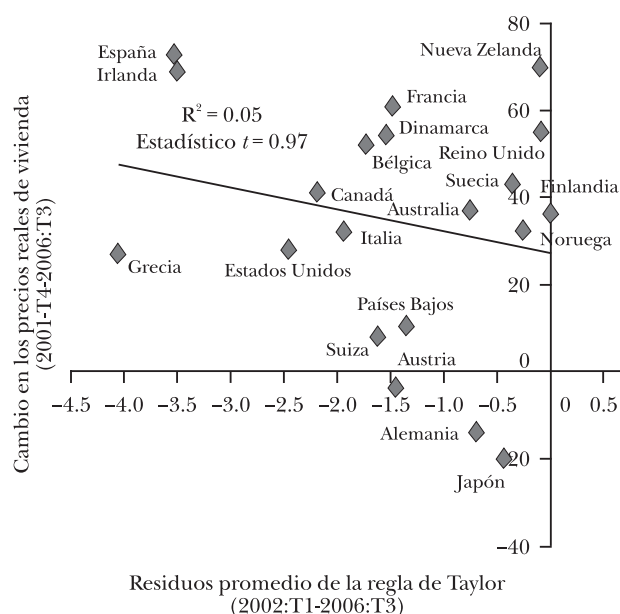
	Sólo interés		Amortización ampliada		Amortización negativa	Opción de pago
	Subprime	Alt-A	Subprime	Alt-A	Alt-A	Alt-A
2000	0	3	0	0	-	-
2001	0	8	0	0	-	-
2002	2	37	0	0	-	-
2003	5	48	0	0	19	11
2004	18	51	0	0	40	25
2005	21	48	13	0	46	38
2006	16	51	33	2	55	38

FUENTE: Cálculos basados en datos del First American Loan-Performance.

Permítanme regresar ahora a la evidencia internacional sobre el vínculo que existe entre política monetaria y el incremento de los precios inmobiliarios. La gráfica VI muestra evidencia de este vínculo a través de algunos datos de varios países. La cifra proviene de un estudio reciente de 20 países industrializados realizado por el Fondo Monetario Internacional (Fatás *et al.*, 2009) y reproducido por personal de la Junta. El eje vertical de la gráfica muestra el cambio en el precio real de las viviendas (ajustado por inflación) en cada país desde el cuarto trimestre del 2001 hasta el tercer trimestre del 2006, una época que abarca el período más agudo de incremento de precios en la mayoría de los países. Los países que se ubican en la parte superior de la gráfica VI tuvieron un incremento de precios de las viviendas relativamente mayor en ese período. En la gráfica pueden ver que el incremento de precios de las viviendas en Estados Unidos, a pesar de ser mayor en términos absolutos, fue de

hecho menor que en la mayoría de los países de la muestra.

GRÁFICA VI. POLÍTICA MONETARIA Y PRECIOS DE LA VIVIENDA EN ECONOMÍAS AVANZADAS



FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

El eje horizontal de la gráfica, De acuerdo con el estudio del FMI, muestra el grado de expansión o rigidez de la política monetaria en cada país, medido por la desviación promedio de la política en cada país a partir de las prescripciones de una versión estándar de la regla de Taylor en el período correspondiente. Los países que se muestran más a la izquierda en la gráfica tuvieron políticas monetarias más acomodaticias en el período, en relación con las predicciones de la regla de Taylor. Estados Unidos aparece como uno de los países con una política relativamente acomodaticia, como pueden ver; no obstante, esta conclusión se ve impulsada en parte por el uso de la inflación corriente en lugar de la inflación de pronóstico de la regla de Taylor, que es el punto I anteriormente analizado. De forma interesante todos estos países tuvieron en esencia políticas monetarias más expansivas que las prescritas por la regla de Taylor, como lo demuestra el hecho de que cada país está situado a la izquierda del eje vertical en la gráfica.¹⁷

¹⁷ Puede notarse que la cifra atribuye diferentes grados de amplitud monetaria a los diferentes países de la zona de euro, aunque estos países comparten la política monetaria común del Banco Central Europeo, las diferencias entre países en cuanto a inflación y brechas de producto implica que el grado de adaptabilidad de política *relativo a las condi-*

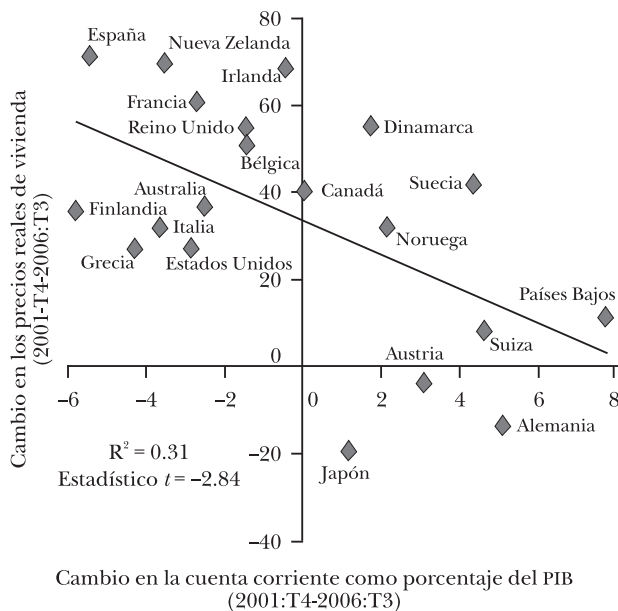
Tal y como se muestra en la gráfica VI, la relación entre la orientación de política monetaria y el incremento de los precios inmobiliarios en los países es bastante débil. Por ejemplo, 11 de los 20 países de la muestra tenían tanto políticas monetarias más restrictivas, relativas a las prescripciones de la regla estándar de Taylor, como un incremento mayor del precio de la vivienda con respecto a las observadas en Estados Unidos. La relación global entre los precios de la vivienda y la política monetaria, que se muestra con la línea continua, tiene la pendiente esperada (política más restrictiva asociada con un proceso ligeramente más lento del incremento del precio de la vivienda). Sin embargo, la relación es estadísticamente insignificante y económicamente débil; por otra parte las diferencias de política monetaria sólo explican cerca de 5% de la variabilidad en el incremento de los precios de la vivienda entre países.

¿Qué es lo que explica la variabilidad en el incremento de precios de la vivienda entre países? En observaciones previas indiqué que la entrada de capital de mercados emergentes a países industrializados puede ayudar a explicar el incremento del precio de los activos y las bajas tasas de interés reales a largo plazo en los países receptores de los fondos –la denominada hipótesis de exceso de ahorro mundial (Bernanke, 2005, 2007). Hoy no es el momento adecuado para entrar en los detalles de esa hipótesis, pero sí quisiera aprovechar este momento para mostrar que es probable que la contabilidad de la entrada de capital demuestre ser fructífera para explicar las diferencias entre países. La gráfica VII, que es análoga a la gráfica VI, muestra la relación entre entradas de capital e incremento de los precios de la vivienda para el mismo conjunto de países, como en la gráfica anterior. Al igual que en la gráfica anterior, el incremento del precio de la

ciones económicas de cada país puede diferir. En particular, manteniendo constante la tasa de interés establecida por el Banco Central Europeo, la regla de Taylor tenderá a atribuir políticas monetarias más amplias a países con economías sólidas. Evidentemente, todo lo demás constante, una economía sólida, aunque su fuerza no se relacione con política monetaria, deberá experimentar precios de vivienda más sólidos. En consecuencia, la relación que se muestra en la gráfica VI podría estar potencialmente exagerando la relación causal entre política monetaria y valorización del precio de la vivienda. Para el grupo de países de la zona de euro incluidos en la gráfica VI, la pendiente de la relación entre precios de vivienda y adaptabilidad de política monetaria es económicamente más importante pero no estadísticamente significativa ($t = -1,55$, $R^2 = 0,23$).

vivienda aparece en el eje vertical de la gráfica. El eje horizontal muestra el aumento en la cuenta corriente (de un modo equivalente, el incremento de la entrada de capital) para cada país, medido como un porcentaje del PIB. La disminución de la pendiente de la relación es la esperada –países en los que las cuentas corrientes empeoraron y las entradas de capital aumentaron (tal y como se muestra en la mitad izquierda de la gráfica) tuvieron un incremento mayor del precio de la vivienda en este período.¹⁸ No obstante, a diferencia de la gráfica anterior, la relación es muy significativa, tanto estadística como económicamente, y explica casi 31% de la variación en el incremento del precio de la vivienda entre países.¹⁹ Esta simple relación requiere más interpretación antes de que se puedan derivar conclusiones contundentes acerca de causalidad; en particular, es necesario entender mejor por qué algunos países atrajeron mayores entradas de capital que otros. Me limitaré a señalar únicamente que, a medida que más políticas monetarias acomodaticias reducen las entradas de capital, esta relación pareciera ser inconsistente con la existencia de un fuerte vínculo entre política monetaria e incremento del precio de la vivienda.

GRÁFICA VII. CUENTAS CORRIENTES Y PRECIOS DE LA VIVIENDA EN ECONOMÍAS AVANZADAS



FUENTE: Fondo Monetario Internacional, Haver Analytics y cálculos del personal de la Reserva Federal.

¹⁸ Ahearne *et al.* (2005) obtienen resultados similares.

¹⁹ El coeficiente de pendiente de -3.93 es estadísticamente significativo a nivel de 1% ($t = -2.84$, $p = 0.0109$).

V. Conclusiones e implicaciones de política

Mi objetivo de hoy ha sido revisar la evidencia del vínculo entre política monetaria en la primera parte de la década pasada y el rápido aumento de los precios de la vivienda que se dio casi al mismo tiempo. Las vinculaciones directas, al menos, son débiles. Debido a que la política monetaria funciona con un cierto rezago, la respuesta de los formuladores de política a los cambios en inflación y otras variables económicas deberían depender de si se espera que esos cambios sean temporales o más duraderos. Cuando este punto se toma en cuenta, la política durante ese período –aunque ciertamente acomodaticia– no parece haber sido inadecuada, dado el estado de la economía y los objetivos a mediano plazo de los formuladores de políticas. Los precios de las viviendas comenzaron a aumentar a finales de los noventa, y aunque los aumentos más rápidos de precio ocurrieron cuando las tasas de interés a corto plazo estaban en sus niveles más bajos, la magnitud del incremento de precios de la vivienda parecía demasiado grande como para ser de fácil explicación únicamente por la orientación de la política monetaria. Por otra parte, la evidencia de diferentes países no muestra ninguna relación significativa entre políticas monetarias y el ritmo de los aumentos en el precio de las viviendas.

¿Qué implicaciones políticas debemos derivar? Anteriormente indiqué que la fuente más importante de la disminución de los pagos mensuales iniciales que permitió a más personas entrar en el mercado inmobiliario y ofertar propiedades, no fue el nivel general de tasas de interés a corto plazo, sino el uso creciente de tipos más exóticos de hipotecas y la reducción asociada de los estándares de aseguramiento. Esta conclusión sugiere que la mejor respuesta a la burbuja inmobiliaria hubiera sido reglamentaria y no monetaria. Una regulación y supervisión más fuerte, orientada a tratar los problemas con las prácticas de aseguramiento y las gestiones de riesgo de los acreedores hubiera sido un enfoque más eficaz y quirúrgico para mitigar los efectos de la burbuja inmobiliaria que un aumento general de las tasas de interés. Además, reguladores, supervisores y sector privado pudieron haber abordado de una manera más efectiva las concentraciones de riesgo y las prácticas inadecuadas de gestión de riesgo sin haber tenido necesariamente que emitir un juicio sobre la sostenibilidad de los aumentos del precio de la vivienda.

La Reserva Federal y otras agencias hicieron esfuerzos para hacer frente a las malas prácticas de aseguramiento de hipotecas. En el 2005, trabajamos con otros reguladores bancarios para desarrollar guías para orientar a los bancos acerca de hipotecas no tradicionales, en particular sobre productos de sólo pago de interés y de opción ARM. En marzo del 2007, emitimos una guía interinstitucional sobre préstamos de alto riesgo que se finalizó en junio. Luego de una serie de audiencias que iniciaron en junio del 2006, utilizamos la autoridad que se nos concediera en el marco del Truth in Lending Act para dictar reglas que aplicarían a todos los prestamistas de hipotecas de alto costo y no sólo a los bancos. Sin embargo, estos esfuerzos llegaron demasiado tarde o no fueron suficientes para detener la disminución de los estándares de aseguramiento de hipotecas y mitigar de manera efectiva la burbuja inmobiliaria.

La lección que yo derivó de esta experiencia no es que la regulación y la supervisión financieras sean ineficaces para controlar riesgos emergentes, sino más bien que su ejecución debe ser mejor y más inteligente. La Reserva Federal está trabajando no sólo para mejorar su capacidad para identificar y corregir problemas en instituciones financieras, sino también pasar de un enfoque de supervisión de institución a institución a un enfoque que esté atento a la estabilidad de todo el sistema financiero como un conjunto. Con ese fin, estamos complementando la revisión de varias empresas individuales con evaluaciones comparativas entre empresas y con análisis de las interacciones entre empresas y mercados. Hemos reforzado más nuestro compromiso para la protección del consumidor. Y hemos defendido con firmeza las reformas financieras regulatorias, tales como la creación de un consejo de riesgo sistémico que reorientará la estructura regulatoria global de país con miras a un enfoque más sistémico. La crisis nos ha demostrado que indicadores como el apalancamiento y la liquidez deben evaluarse desde una perspectiva global del sistema así como a nivel de empresas individuales.

¿Existe algún papel de política monetaria para hacerle frente a las burbujas? Los economistas han señalado los problemas prácticos del uso de la política monetaria para hacer estallar burbujas de precios de los activos, y muchos de estos problemas se ilustraron con el episodio reciente. Aunque la burbuja de precios de vivienda parecía evidente en retrospectiva –todas las burbujas

parecen evidentes en retrospectiva– en sus etapas iniciales, los economistas difirieron considerablemente acerca de si el aumento de los precios de vivienda era sostenible o no; o, de si era una burbuja, si fue nacional o confinada a unos cuantos mercados locales. La política monetaria es de igual manera, una herramienta desafilada, y el aumento de las tasas de interés en 2003 o 2004 suficiente como para restringir la burbuja, podría haber debilitado seriamente la economía justo en el momento en que la recuperación de la recesión anterior empezaba a establecerse.

Dicho esto, luego de experimentar el daño que las burbujas del precio de los activos pueden provocar, debemos ser especialmente cuidadosos para asegurarnos de que las experiencias recientes no se repitan. Todos los esfuerzos deben dirigirse a fortalecer nuestro sistema regulatorio con el objeto de evitar que la crisis se repita, y amortiguar los efectos en caso de que se produjera otra. Sin embargo, si no se crean las reformas adecuadas, o si se crean pero resultan ser un mecanismo insuficiente para evitar el aumento peligroso de riesgos financieros, debemos mantenernos abiertos a hacer uso de la política monetaria como una herramienta complementaria para abordar dichos riesgos –procediendo con cautela y tomando siempre en cuenta las dificultades inherentes de ese enfoque. Está claro que aún hay mucho que aprender sobre la mejor manera de crear políticas monetarias y cubrir amenazas a la estabilidad financiera en esta nueva era. Mantener la flexibilidad y una mente abierta será esencial para la formulación de políticas exitosas a medida que sentimos que avanzamos.

Anexo

Evaluación de la rigidez o expansión de la política monetaria

Forma General de la Regla de Taylor:

$$i_t = 2 + \pi_t + a(\pi_t - \pi^*) + b(y_t - y_t^*)$$

Donde, i_t es el valor recomendado de la tasa de interés de política en un período t determinado; $\pi_t - \pi^*$ es la desviación de la tasa real de inflación π_t de su objetivo π^* en el período t ; $y_t - y_t^*$, la brecha del producto, es la desviación del producto real actual y_t del producto potencial y_t^* en el período t ; a y b son números positivos.

Referencias

- Ahearne, Alan, Joseph Gagnon, Jane Haltmaier, Steven Kamin, et al. (2002), *Preventing Deflation: Lessons from Japan's Experience in the 1990s*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, junio (International Finance Discussion Papers, n° 72).
- Ahearne, Alan, John Ammer, Brian Doyle, Linda Kole, y Robert Martin (2005), *House Prices and Monetary Policy: A Cross-Country Study*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, septiembre (International Finance Discussion Papers, n° 841).
- Bernanke, Ben S. (2005), *The Global Savings Glut and the U.S. Current Account Deficit*, discurso presentado en la conferencia de Sandridge, Virginia Association of Economics, 10 de marzo, Richmond, Va.; disponible en www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/default.htm.
- Bernanke, Ben S. (2007), *Global Imbalances: Recent Developments and Prospects*, presentación en la conferencia del Bundesbank, Berlín, 11 de septiembre; disponible en www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20070911a.htm.
- Del Negro, Marco, y Christopher Otrok (2007), "99 Luftballons: Monetary Policy and the House Price Boom across U.S. States", *Journal of Monetary Economics*, vol. 4, pp. 1962-85.
- Dokko, Jane, Brian Doyle, Michael T. Kiley, Jinill Kim, Shane Sherlund, Jae Sim y Skander Van den Heuvel (2009), *Monetary Policy and the Housing Bubble*, Board of Governors of the Federal System, Washington, diciembre (Finance and Economics Discussion Series, n° 2009-49); disponible en www.federalreserve.gov/pubs/feds/2009/200949/200949abs.html.
- Edge, Rochelle M., Michael T. Kiley y Jean-Philippe Laforte (2009), *The Sources of Fluctuations in Residential Investment: A View from a Policy-Oriented DSGE Model of the U.S. Economy*, ensayo presentado en la Reunión Anual de la American Economic Association 2009, del 3 al 5 de enero; disponible en www.aeaweb.org/assa/2009/retrieve.php?pdfid=372.
- Eggertsson, Gauti, y Michael Woodford (2003), "The Zero Interest-Rate Bound and Optimal Monetary Policy", *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 1, pp. 139-211.
- Fatás, Antonio, Prakash Kannan, Pau Rabanal y Alasdair Scott (2009), "Lessons for Monetary Policy from Asset Price Fluctuations," en *World Economic Outlook* (otoño), capítulo 3, International Monetary Fund, Washington; disponible en www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/02/pdf/c3.pdf.
- Fuhrer, Jeffrey C., y Brian F. Madigan (1997). "Monetary Policy When Interest Rates Are Bounded at Zero", *The Review of Economics and Statistics*, vol. 79, noviembre, pp 573-85.
- Iacoviello, Matteo, y Stefano Neri (de próxima publicación), "Housing Market Spillovers: Evidence from an Estimated DSGE Model", *American Economic Journals: Macroeconomics*.
- Jarociński, Marek, y Frank R. Smets (2008), "House Prices and the Stance of Monetary Policy," *Review*, Federal Reserve Bank of St. Louis, vol. 90, julio-agosto, pp. 339-65; disponible en www.research.stlouisfed.org/publications/review/08/07/Jarocinski.pdf.
- Kohn, Donald L. (2007), *John Taylor Rules*, discurso presentado en la conferencia sobre "John Taylor's Contributions to Monetary Theory and Policy," Federal Reserve Bank of Dallas, Dallas, 12 de octubre; disponible en www.federalreserve.gov/newsevents/speech/kohn20071012a.htm.
- Orphanides, Athanasios, y Volcker Wieland (2008), "Economic Projections and Rules of Thumb for Monetary Policy", *Review*, Federal Reserve Bank of St. Louis, vol. 90, julio-agosto, pp. 307-24.
- Reifschneider, David, y John C. Williams (2000), *Three Lessons for Monetary Policy in a Low Inflation Era*, Federal Reserve Bank of Boston, Boston (Federal Reserve Bank of Boston Conference Series, pp. 936-78).
- Shiller, Robert J. (2007), *Understanding Recent Trends in House Prices and Homeownership*, en Proceedings of the Symposium "Housing, Housing Finance, and Monetary Policy", Federal Reserve Bank of Kansas City, Kansas City, pp. 89-123; disponible en www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2007/PDF/Shiller_0415.pdf.
- Taylor, John B. (1993), "Discretion versus Policy Rules in Practice", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 39, diciembre, pp. 195-214.
- Taylor, John B. (1999a), "An Historical Analysis of Monetary Policy Rules", en John B. Taylor (ed.), *Monetary Policy Rules*, University of Chicago Press, Chicago.
- Taylor, John B. (ed.) (1999b), *Monetary Policy Rules*, University of Chicago Press, Chicago.

Taylor, John B. (2007), *Housing and Monetary Policy*, NBER, Cambridge, Mass., diciembre (Working Paper Series, n 13682); disponible en www.nber.org/papers/w13682.pdf.

Woodford, Michael (2007), "The Case for Forecast Targeting as a Monetary Policy Strategy", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 21, n° 4, pp. 3-24.

El fortalecimiento institucional de los bancos centrales*

Gregor Heinrich

I. Introducción

Es un honor participar en un evento conmemorativo del 50º Aniversario del Banco Central de Nicaragua (BCN).¹

Hay varias razones que hacen este evento especialmente interesante.

El fortalecimiento institucional de los bancos centrales y la efectividad de la política monetaria, son de interés y relevancia particular en estos días en que muchos países están saliendo paulatinamente de una de las crisis financieras más profundas en la historia reciente.

El tema del fortalecimiento institucional es de especial interés en los países que están pensando en reformar su marco institucional o el entorno reglamentario para las funciones de su banco

* Publica el CEMLA, con la debida autorización, el artículo de G. Heinrich, Representante Titular, en la Oficina de Representación para las Américas, México, del Banco de Pagos Internacionales (BPI). Trabajo basado en una presentación en el panel “Fortalecimiento institucional de los bancos centrales y efectividad de la política monetaria”, en el marco de la celebración del 50º aniversario de fundación del Banco Central de Nicaragua, celebrado en Managua, en febrero del 2010. El autor agradece los valiosos comentarios de Gavin Bingham, Secretario General, *Central Bank Governance Group* (Grupo para la Gobernanza de los Bancos Centrales) y de Serge Jeanneau, *BIS Central Banking Studies* (Grupo de Estudios sobre Bancos Centrales del BPI), así como la ayuda de Victoria Torranó con la versión en español de este texto. El documento representa las opiniones del autor y no necesariamente las del BPI.

¹ El Banco Central de Nicaragua fue creado de conformidad al artículo 148, inc. 19, de la Constitución Política de 1950, mediante Decreto Legislativo nº 525, de 16 de septiembre de 1960. Sus operaciones las inició el 1 de enero de 1961, como una institución del Estado con autonomía funcional, duración indefinida, patrimonio propio y personalidad jurídica; (<http://www.bcn.gob.ni/banco/index.html>).

central, como, por ejemplo en Nicaragua.²

Estar en esta conferencia celebrando el aniversario del BCN también es una ocasión especial para el BPI, al remontarse sus relaciones con Nicaragua a 1935. En aquella época, el Banco Nacional de Nicaragua³ se convirtió en la primera institución de América Latina en iniciar una relación bancaria con el BPI, apenas fundado unos años antes.⁴ Y el BPI incluso solicitó ayuda al Banco Nacional para establecer nuevas relaciones en la región, concretamente en América Central, Venezuela, Argentina y Chile.⁵

² El 19 de mayo del 2009, el presidente de la República de Nicaragua, Daniel Ortega, remitió a la Asamblea Nacional la iniciativa *Ley Orgánica del Banco Central de Nicaragua*.

³ Respecto a la historia del Banco Nacional, originalmente constituido como negocio en EUA durante 1911, y después mayoritariamente en manos del Gobierno de Nicaragua, ver Harvard Business School, Baker Library, Historical Collections, (http://www.library.hbs.edu/hc/lehman/chronology.html?company=banco_nacional_de_nicaragua).

⁴ El 30 de marzo de 1935, el Consejo del Banco Nacional aprobó por unanimidad que el oro del Banco Nacional depositado entonces en Londres fuera transferido al BPI. El oro constituía la mayor parte de la reserva de respaldo de la emisión de billetes fiduciarios de Nicaragua y una parte menor se mantenía en el Banco de la Reserva Federal de Nueva York. Así pues, el BPI se convirtió en el depositario de la mayor parte de la reserva y garantía de la emisión de billetes nacionales de ese entonces. En aquel momento, un año antes del golpe militar de mayo de 1936, D. Juan Bautista Sacasa era el presidente de Nicaragua. Posteriormente, la relación con el BPI permaneció en estado latente, pero se reactivó con el nuevo banco central (fuente: intercambio de cartas entre el BPI y el Banco Nacional de Nicaragua, febrero a abril de 1935; y 9 de enero de 1961; archivos del BPI).

⁵ Intercambio de cartas entre Mr. Fraser, presidente del BPI, y Mr. McGuire, representante del Banco Nacional en Washington, D. C., de 24 de febrero y 8 de marzo de 1935 (archivos del BPI). El asunto de interés entonces era si otros gobiernos de la región concederían al BPI los privilegios e

Debatir hoy sobre el fortalecimiento institucional de los bancos centrales también resulta de interés por cuanto Nicaragua es uno de los estados de América Central que se ha comprometido en un Tratado Internacional, el *Acuerdo Monetario Centroamericano*, a trabajar en pos de una Unión Monetaria Centroamericana⁶ previo a dicha Unión, el Acuerdo Monetario persigue –entre otros objetivos– una convergencia regional de las políticas macroeconómicas en general, y en especial, de las políticas monetarias, crediticias, cambiarias y financieras, el fortalecimiento de la autonomía de los bancos centrales de la región, y también prevé la posibilidad de un manejo conjunto y progresivo de parte de las reservas monetarias internacionales de los países centroamericanos.⁷

De existir una unión monetaria en América

inmidades recogidos en el artículo X del Acuerdo de La Haya con Alemania, de 20 del enero de 1930, más tarde complementado por el “Protocolo sobre las inmidades del Banco de Pagos Internacionales”, de 30 de julio de 1936 (con respecto a los documentos básicos relativos al BPI, ver: <http://www.bis.org/about/legal.htm>).

⁶ El Consejo de la Unión Monetaria Centroamericana fue creado en 1964 por los bancos centrales de Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras y Nicaragua, con el objetivo de *promover la coordinación de las políticas crediticias y cambiarias que progresivamente sentarían las bases de una Unión Monetaria Centroamericana*. Sobre historia y la visión de una unión monetaria, ver J. Young, *Unión Monetaria Centroamericana* (Informe rendido al Departamento de Estado del Gobierno de los EUA-AID, de 28 diciembre de 1964), Centro Regional de Ayuda Técnica, México (1964). El Acuerdo previamente citado fue sustituido por el Acuerdo Monetario Centroamericano, con efectos a partir del 25 de octubre de 1974 y modificado el 22 de enero de 1999. La última versión corresponde a junio de 2005. Ver: <http://www.secmca.org>). Los objetivos del Acuerdo Monetario también se ven reflejados en otros documentos relacionados, como por ejemplo el Acuerdo Presidencial (Nicaragua) n° 188-2006, que autorizo el presidente del BCN a suscribir el “Tratado sobre sistemas de pagos y liquidación de valores en Centroamérica y República Dominicana”, (*La Gaceta*, n° 94, del 16 de mayo del 2006); en sus Consideraciones declara: “Considerando ... que el Acuerdo Monetario Centroamericano, vigente desde el 25 de octubre de 1974, nació a la vida jurídica con el propósito de armonizar las políticas monetarias y cambiarias de los países de la región, con el fin de realizar progresivamente la Unión Monetaria Centroamericana y con ello contribuir al proceso de integración económica regional...”. Ver también el artículo 19 del “Protocolo al Tratado General de Integración Económica Centroamericana” (Protocolo de Guatemala), de 1993, en su versión vigente del 17 de mayo del 2003, y <http://www.sieca.org.gt/publico/IntegracionEcoCA/MarcoLegal/Protocolos/4ProtocolodeGuatemala.htm>.

⁷ Acuerdo Monetario Centroamericano (2005), artículo 2, a), b) y h).

Central,⁸ sería también necesario contar con una institución responsable de la estabilidad de la moneda común y posiblemente esa institución englobaría lo que actualmente son los bancos centrales nacionales de la región.⁹

A este respecto, resulta perfectamente lógica una convergencia regional de las políticas macroeconómicas y el fortalecimiento de los bancos centrales.

Permítame desarrollar brevemente el aspecto del fortalecimiento institucional de los bancos centrales –el tema de este panel– y, en particular, el aspecto de la *autonomía*.

II. El fortalecimiento institucional: un objetivo cambiante

Los bancos centrales son una de las numerosas entidades públicas de un estado moderno. Pero los bancos centrales aparecieron mucho después que los gobiernos; de hecho, muy frecuentemente, el país y su gobierno existían bastante antes de la creación del banco central.

No sólo los gobiernos han cambiado con el paso del tiempo, sino también el papel de los bancos centrales en la sociedad, al igual que las expectativas del público en general –o de sus gobiernos– con respecto a estas instituciones.

Asimismo, aun siendo por lo general un ancla de estabilidad, las funciones de los bancos centrales evolucionan a lo largo del tiempo, al igual que el modo en que se gestionan, los servicios que prestan al sistema bancario o el grado de transparencia y su interacción con otras entidades públicas.

No existe una manera de hacer las cosas considerada unánimemente *la mejor*, ni un único modelo que permita medir o clasificar a todo banco central. Sin embargo, sí se cuenta con un conjunto de experiencias acumuladas.

En el BPI, un grupo especial de estudios ha

⁸ Ver también J. Barboza, *¿Le conviene a Centroamérica tener una moneda común?*, SECMCA, septiembre del 2009 (Notas Económicas Regionales, n° 25, <http://www.secmca.org>); H. Temprano Arroyo, “Integración monetaria: experiencia europea y perspectivas para Latinoamérica”, *ICE: Revista de Economía*, n° 806, abril del 2003, pp. 69-107, <http://www.revistasice.info>).

⁹ Como ejemplo, ver para el Banco Central Europeo (BCE), el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) y el Eurosistema, <http://www.ecb.int/ecb/orga/escb/html/index.es.html>, y los textos de los tratados y estatutos relevantes en <http://www.ecb.int/ecb/legal/1341/1342/html/index.es.html>.

trabajado recopilando el amplio conjunto de experiencias e información existente sobre el diseño y operativa de los bancos centrales. Este estudio lo inició el *Central Bank Governance Group* (Grupo para el Buen Gobierno de los Bancos Centrales), durante la presidencia del entonces gobernador Guillermo Ortiz y se publicó en 2009;¹⁰ la traducción de este trabajo al español se ha publicado en febrero del 2010.¹¹ Los comentarios que siguen se basan principalmente en ese estudio.

Hoy en día, los bancos centrales son instituciones públicas cuyo objetivo es preservar la estabilidad monetaria¹² y promover la estabilidad financiera. Sin embargo, se observa en la actualidad un debate sobre si un banco central debería tener solo un objetivo explícito o varios.

Los bancos centrales proporcionan los componentes clave de los sistemas de pagos: los billetes para su uso por el público en general y los servicios de liquidación para bancos a través de sus cuentas en el banco central.

A menudo, también gestionan las reservas de oro y de divisas del país y junto con otras autoridades participan en la vigilancia y desarrollo del sistema financiero.

Los bancos centrales han desempeñado a lo largo de su historia un buen número de otras funciones, muchas de las cuales todavía perderían en algunos países. Así, con frecuencia prestan servicios bancarios y de gestión de activos y de deuda al gobierno y, en ocasiones, también realizan estudios y asesoran a éste sobre asuntos económicos y de desarrollo en general.

¹⁰ (<http://www.bis.org/publ/othp04.htm>).

¹¹ "El buen gobierno en los bancos centrales", mayo del 2009, (http://www.bis.org/publ/othp04_es.pdf).

¹² Artículo 3, Ley Orgánica del BCN, de 30 de septiembre de 1999: "El objetivo fundamental del Banco Central es la estabilidad de la moneda nacional y el normal desenvolvimiento de los pagos internos y externos." Y la Constitución otorga al Banco Central ser el ente estatal regulador del sistema monetario (artículo 99, Constitución Política de la República de Nicaragua, febrero de 2007. Ya el primer Informe Anual del Banco Central de Nicaragua, de su primer año de vida, 1961 (presentado en diciembre de 1962) dice en la pág. 5: "Un banco central no es un banco más en la estructura institucional de Nicaragua. ... el Estado ha encargado al banco central una función mucho más compleja: lo de supervigilar la estabilidad monetaria, como un medio indispensable para mantener en el país altos niveles de ocupación. ... el papel de un banco central es, además, más útil en países poco desarrollados, como Nicaragua, porque se ha reconocido que el problema de mantener la estabilidad monetaria es más agudo y de mayor trascendencia en estos países...".

Cuando se habla de fortalecimiento institucional, se deben examinar los principales mecanismos institucionales existentes y tratar de identificar sus posibles defectos con el fin de paliarlos. En el contexto de la integración regional, como se señaló previamente, sería provechoso disponer de un conocimiento común de los elementos que pueden fortalecer los bancos centrales existentes y su funcionamiento.

Los principales elementos que se examinan habitualmente son:

- La función y los objetivos de la banca central moderna.
- Marco político y personalidad jurídica.
- Estructuras para la toma de decisiones.
- Relación con el Gobierno y el poder legislativo.
- Recursos financieros y su gestión.
- La gestión de riesgos.
- Rendición de cuentas, transparencia y vigilancia.

Los aspectos que suelen concitar una mayor atención por parte del público son la denominada autonomía o independencia relativa como parte del estatus jurídico dentro del marco político y, a partir de ella, la responsabilización (*accountability*) o transparencia de la institución y de sus procesos de toma de decisiones.

III. Autonomía y responsabilización: dos lados de la misma moneda

De hecho, se podría afirmar que la autonomía y la responsabilización son interdependientes. Cuanta mayor autonomía tenga la institución, más importante es que el público entienda esta autonomía y que la institución explique al público el porqué y el cómo está utilizando su autonomía en pos de las funciones especiales que le han sido encomendadas.

1) Autonomía:

Un banco central se constituye a través de mecanismos legales, los cuales le dotan de derechos y obligaciones que conforman su mandato. Aun

existiendo consideraciones económicas, la elección de un mandato preciso es fundamentalmente una decisión política, de forma ideal con base en un consenso social. Así pues, las variaciones entre los marcos jurídicos de los diferentes bancos centrales reflejan diferencias en las preferencias sociales y el entorno político.

El marco jurídico del banco central expresa las preferencias de la sociedad sobre su grado de autonomía frente al gobierno en el desempeño de sus competencias.

Pese a las diferencias en los fundamentos jurídicos entre países, son conocidas las ventajas de otorgar al banco central cierta —o tal vez considerable— autonomía o independencia respecto del estado.¹³

Con todo, hace 50 años, el concepto de autonomía o independencia aún no se había desarrollado o era desconocido en gran parte del mundo, mientras que, hoy en día, la autonomía de, por ejemplo, el Banco Central de Nicaragua, viene recogida en el enunciado de su misión y de su visión institucional.¹⁴

¹³ Para América Latina ver, por ejemplo, A. Bianchi Larre, *La Autonomía del Banco Central de Chile: Origen y legitimación*, Banco Central de Chile, septiembre del 2008 (Documentos de Política Económica, n° 26), (<http://www.bcentral.cl/estudios/documentos-politica-economica/pdf/dpe26.pdf>); Reyes Sánchez, *La autonomía legal de los bancos centrales: [estudio comparativo de las legislaciones orgánicas de los bancos centrales de Iberoamérica]*, Banco Central de la República Dominicana, Santo Domingo, 1999; M. Crocco *et al.*, “Independencia e autonomía do Banco Central: mais sobre o debate”, CEDEPLAR/FACE/UFGM, 2003, (<http://www.cedeplar.ufmg.br/pesquisas/td/TD%20199.pdf>); L. Jácome y F. Vásquez, *Is There Any Link between Legal Central Bank Independence and Inflation? Evidence from Latin America and the Caribbean*, Paolo Baffi Centre Research, marzo del 2008 (Paper, n° 2008-07).

¹⁴ Por ejemplo, el primer Informe Anual del BCN, aun cuando explicaba en profundidad los motivos de la creación del banco central, no contiene las palabras *autonomía* o *independencia*, ni incluye las expresiones *transparencia* o *rendición de cuentas*, mientras que, por el contrario, estos últimos conceptos se mencionan varias veces en el Informe Anual de 2008 (publicado en marzo del 2009). En el enunciado de su misión, el BCN afirma: “Somos una institución autónoma y técnica, responsable del diseño e implementación de la política monetaria y cambiaria, del normal desenvolvimiento de los pagos internos y externos, y de actuar como asesor económico y agente financiero del gobierno...”, mientras que su visión incluye: “Seremos una institución técnica con autonomía consolidada...” (<http://www.bcn.gob.ni/banco/mision.html>). Además, fortalecer la autonomía legal y financiera del BCN es parte de la agenda de la institución (conferencia del BCN, enero del 2007); disponible en (http://www.bcn.gob.ni/publicaciones/prensa/conferencia_ene07.pdf).

La atribución de autoridad legal por el gobierno (ejecutivo, legislativo o ambos) aísla la política monetaria y reduce la posibilidad de que éste pueda utilizarla en su propio beneficio político.¹⁵

Sin autonomía con base en la ley, y, en último término, sin autonomía real, la capacidad del banco central para alcanzar sus objetivos básicos podría verse minada ante cualquier cambio en la respuesta del gobierno como resultado de presiones políticas a corto plazo o ante un cambio del partido político en el poder.¹⁶

Al mismo tiempo, la delegación de autoridad concentra en el banco central a los profesionales y técnicos especializados en asuntos monetarios y financieros, lo que aumenta la probabilidad de que se adopten decisiones de política adecuadas.

Un alto grado de autonomía del banco central, por ejemplo, suele estar determinado por los siguientes cuatro elementos:

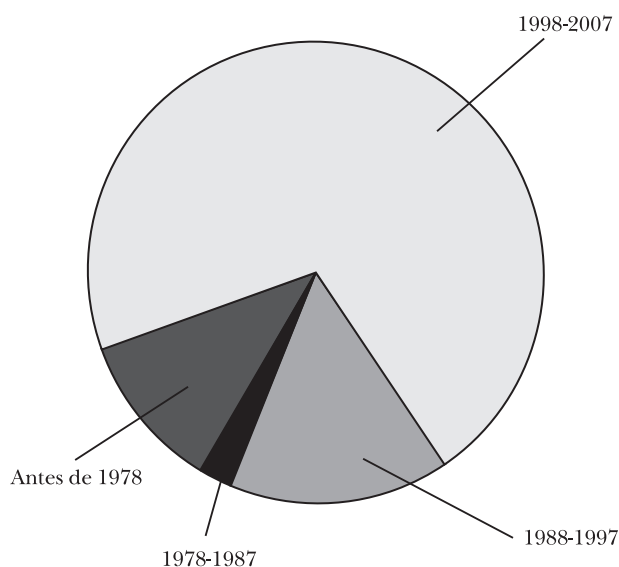
- *Mandato*: un mandato preciso, claro y sin contradicciones es fundamental para la autonomía del banco central.
- *Relación con el estado*: la autonomía de un banco central es amplia cuando las actividades que debe realizar para el gobierno están claramente definidas y excluyen la obligación de financiar a las administraciones públicas.
- *Potestad para adoptar decisiones de política*: la autonomía también es elevada cuando el estado no tiene voz ni voto en las decisiones tomadas por el banco central, ni puede revocarlas.
- *Proceso de nombramiento y permanencia en el cargo de sus autoridades*: es deseable la participación del estado en el proceso de nombramiento, pero, una vez nombrados, los altos cargos del

¹⁵ Por ejemplo, durante el régimen de Somoza en Nicaragua, al parecer el BCN (y previamente el Banco Nacional) se gestionó como si fuera un banco comercial; en última instancia, el banco estaba con absoluto control del gobierno. Ver K. Walter, *The regime of Anastasio Somoza, 1936-1956*, University of North Carolina Press, noviembre de 1993, pp. 78-80.

¹⁶ Para mercados emergentes (o cualquier otro país), la falta de independencia adecuada, codificada y de hecho, sobre todo en combinación con prevalencia fiscal, se ve como una limitación institucional clave; ver G. Hammond, R. Kanbur y E. Prasad, *Monetary policy challenges for emerging market economies*, Cornell University, 2009 (Working Paper, n° 2009-10, pp. 7-10); disponible en (http://aem.cornell.edu/research/researchpdf/wp/Cornell_AEM_wp0910.pdf).

banco central deben protegerse de toda influencia política a través de diversos medios.

GRÁFICA I. FECHA DE PRINCIPALES CAMBIOS EN LA LEY DEL BANCO CENTRAL (porcentaje sobre 47 países)



FUENTES: BPI (2008b) y análisis de la legislación de los bancos centrales por parte del BPI.

En los últimos años podemos observar que se ha acelerado el proceso de cambiar la legislación para los bancos centrales y de aumentar su autonomía, en lugar de reducirla.¹⁷

Y muy a menudo, especialmente en países con una tradición de derecho civil, el papel y las funciones del banco central quedan recogidos en la norma legislativa de mayor rango: la Constitución (ver cuadro 1).¹⁸

Uno de los principales factores determinantes de la autonomía del banco central es su relación con el gobierno. Por esto, parece preferible que las disposiciones legales sobre los diversos aspectos de dicha relación en cada país sean claras.

Si no se especifican con suficiente claridad las respectivas funciones y responsabilidades, podrían surgir controversias entre el banco central y el gobierno.

2) Responsabilización y transparencia

Al banco central se le han delegado importantes potestades públicas que podrían afectar a la distribución de los ingresos en la sociedad y entre generaciones.

Como ya mencioné, una cierta autonomía o

¹⁷ Gráfico 15 del Informe, *supra*, anot. 11, p. 62.

¹⁸ Cuadro 3 del Informe, *supra*, anot. 11, p. 63.

Cuadro 1

DISPOSICIONES CONSTITUCIONALES Y TRADICIÓN JURÍDICA EN 46 PAÍSES

	Núm. de países	Países con tradición de derecho civil	Países con tradición de derecho anglosajón	Países con tradición jurídica mixta
Con disposiciones constitucionales relativas a la ley del banco central	35	30	0	4
y cubiertos por un tratado internacional	17	17	0	0
Sin disposiciones constitucionales	65	26	13	26
pero cubiertos por un tratado internacional	22	17	4	0
Total	100	57	13	30
de los cuales, cubiertos por tratado internacional	39	35	4	0

FUENTE: BPI (2008b).

NOTA: Los países analizados son aquellos cuyos bancos centrales forman parte de *Central Bank Governance Network*.

independencia otorga al banco central una protección para el adecuado ejercicio de estas potestades frente a las amenazas políticas,

Pero, aislar totalmente al banco central de la vigilancia de los representantes políticos impediría una adecuada rendición de cuentas.

La cuestión básica estriba en alcanzar el correcto equilibrio entre la protección de la independencia del banco central y la obligación de responder de sus acciones.

Así pues, la delegación de funciones en el banco central deberá ir acompañada de mecanismos para responder por sus acciones a fin de garantizar un adecuado control democrático y unas buenas prácticas de gobernanza.

Esta responsabilización se aplica tanto a las funciones y objetivos del banco central como a la utilización de sus recursos.

Con todo, la responsabilización se centra en la evaluación del desempeño.

Por ello (para alcanzar ese equilibrio), los mecanismos de responsabilización deben estar bien diseñados, teniendo presente una serie de cuestiones, como son: ¿cómo lograr que los objetivos sean lo suficientemente medibles y precisos para que los éxitos y fracasos de las políticas puedan atribuirse a quienes realmente toman las

decisiones?; ¿cómo lograr que los banqueros centrales respondan ante los representantes políticos por decisiones adoptadas independientemente de esos representantes?; cuando las decisiones se toman en grupo con el fin de reducir el riesgo idiosincrásico, ¿cómo lograr que aquéllos que las tomaron asuman su parte de responsabilidad?; ¿en qué medida pueden la apertura y transparencia, que permiten responder ante el público en general, corregir las carencias de los mecanismos de responsabilización ante los representantes políticos?; ¿deben formalizarse y detallarse las obligaciones de transparencia?

Sin embargo, en el contexto de la banca central, el diseño de mecanismos eficaces de responsabilización tropieza con desafíos concretos:

- En primer lugar, podría ser difícil definir con claridad los objetivos, o podrían existir múltiples objetivos potencialmente en conflicto.
- En segundo lugar, podría ser difícil identificar criterios adecuados y verificables para medir los objetivos definidos.
- En tercer lugar, los mecanismos formales e informales de delegación podrían definir de forma imprecisa el grado de responsabilidad que recae sobre el banco central, o bien el banco central podría carecer de las potestades necesarias para cumplir sus objetivos.

Posiblemente, los principales avances en la rendición de cuentas se han producido en el ámbito de la política monetaria, ante el creciente predominio de la independencia operativa con un objetivo prioritario de estabilidad de precios y metas numéricas.

Hoy en día, la estabilidad de precios suele ser uno de los principales objetivos de la política monetaria.¹⁹ Aunque existen diferentes opiniones sobre qué significa en la práctica la estabilidad de precios, se trata de un objetivo susceptible de cuantificación y cuyo logro es, en gran medida, observable por el público. En la actualidad, numerosos bancos centrales publican una meta objetiva de inflación,²⁰ que ofrece un crite-

¹⁹ También la iniciativa de una nueva Ley Orgánica para el BCN, *supra* anot. 2, define en su art. 3: “El objetivo fundamental del Banco Central es la estabilidad de la moneda nacional y el normal desenvolvimiento de los pagos nacionales e internacionales.”

²⁰ En América Central, sólo el Banco de Guatemala dispone de un marco de objetivos de inflación; otros países de

rio concreto frente al qué juzgar el éxito del banco central. Otros bancos centrales disponen de un objetivo explícito o un intervalo de variación para el tipo de cambio o para los agregados monetarios, como metas intermedias hacia la estabilidad de precios (ver cuadro 2).²¹

Cuadro 2

OBJETIVOS EXPLÍCITOS E INTERVALOS DE VARIACIÓN EN POLÍTICA MONETARIA, 1990-2006

(En porcentajes de los bancos centrales)

	1990	1998	2006
Objetivo único			
Inflación	3	20	56
Otro objetivo cuantificado de estabilidad de precios	0	0	8
Tipo de cambio	39	35	11
Agregados monetarios	21	13	3
Objetivos múltiples	11	26	6
Sin objetivo explícito ni intervalo de variación	26	7	17

FUENTE: Fry *et al.* (2000), actualizado por el BPI.

NOTAS: Muestra de 38, 46 y 35 bancos centrales en 1990, 1998 y 2006, respectivamente. Los bancos centrales del Eurozona cuentan como una única institución en 2006.

3) Rendición de cuentas y transparencia:
¿de qué y en relación a quién?

En cuanto a la política monetaria, tradicionalmente los bancos centrales han rendido cuentas formalmente ante el poder ejecutivo, en particular ante el ministro de Finanzas.²² Aunque continúa siendo así en algunos países, cada vez abundan más las legislaciones que exigen su responsabilización ante la asamblea legislativa (ver la gráfica II).²³

La responsabilización con respecto a los recursos financieros del banco central se asemeja a menudo a la de la política monetaria, aunque con respecto a los recursos, el gobierno desempeña en

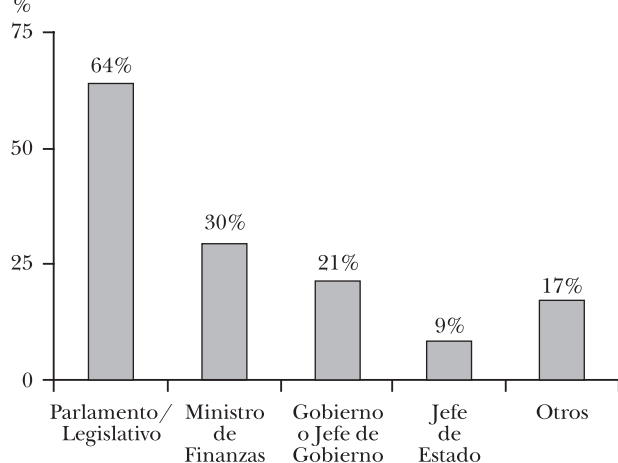
América Latina que cuentan con dicho marco son Brasil, Chile, Colombia, México y Perú; ver G. Hammond, *State of the art of inflation targeting*, Bank of England-CCBS, revisado en enero del 2010 (Handbook, nº 29), (<http://www.bankofengland.co.uk/education/ccbs/handbooks/pdf/ccbshb29.pdf>).

²¹ Cuadro 16 del Informe, *supra* anot. 11, p. 145.

²² Por otro lado, el banco central más antiguo del mundo, Sveriges Riksbank, era responsable ante el Parlamento; (<http://www.riksbank.com/templates/Page.aspx?id=30898>).

²³ Gráfico 41 del Informe, *supra*, anot. 11, p. 148.

GRÁFICA II. ESTRUCTURA DE LA RESPONSABILIDAD *DE JURE*
(en porcentaje sobre un total de 47 países)



FUENTES: BPI (2008b) y análisis de la legislación de los bancos centrales por parte del BPI.

Cuadro 3

MECANISMOS PARA LA RESPONSABILIZACIÓN DE LOS BANCOS CENTRALES

(En porcentajes)

	Total (47 bancos centrales)	Países industriales (22)	Mercados emergentes (25)
Publicación de objetivos concretos	55	36	72
Controles periódicos por el poder legislativo	62	64	60
Procedimientos formales para revocar decisiones	19	23	16
Procedimientos formales cuando se cumplen los objetivos	15	9	20

FUENTE: Fry (2000).

ocasiones un papel más destacado, en especial si es el propietario formal del banco central.

En cuanto a los instrumentos empleados para que los bancos centrales se responsabilicen de sus actividades, nuevamente existe una serie de mecanismos utilizados, con frecuencia combinados. Por ejemplo (ver cuadro 3):²⁴

- Seguimiento por el poder ejecutivo o legislativo.

²⁴ Cuadro 19, del Informe, *supra*, anot. 11, p. 152. En Nicaragua, varios mecanismos (auditoría interna, informes contables, informe anual e informes mensuales de situación) están previstos en el Capítulo VII, “Información y Control” de la iniciativa para una nueva ley orgánica del BCN, *supra* anot. 2.

- La publicación de informes periódicos por el banco central.

- Repercusiones cuando las actuaciones del banco central o sus resultados se consideran insatisfactorios, especialmente cuando se incumplen.

La predisposición del banco central hacia una mayor transparencia se encuentra estrechamente relacionada con las normas para su rendición de cuentas.

Hoy en día, la transparencia de muchos bancos centrales sobrepasa, por lo general, la exigida por los requisitos formales de divulgación.

Las prácticas actuales en materia de transparencia contribuyen enormemente a la responsabilización *de facto* de los bancos centrales. Como consecuencia, la responsabilización y la transparencia de las autoridades monetarias se encuentran intrínsecamente relacionadas.

Los bancos centrales suelen estar obligados a publicar informes periódicos como parte de sus mecanismos formales de responsabilización. Lo más habitual suele ser la publicación de un informe anual que incluya los estados financieros y de informes periódicos (trimestrales, normalmente) de política monetaria.²⁵

La transparencia del banco central ha aumentado notablemente durante la última década, sobre todo en el ámbito de la política monetaria. Esta tendencia responde, en parte, a la creciente popularidad de la independencia de los bancos centrales, lo que genera presiones políticas y públicas en favor de una mayor apertura. Además, la importancia de la divulgación de información en el proceso de responsabilización ha crecido con el progresivo abandono de los objetivos de tipo de cambio a favor de objetivos directamente encaminados al control de la inflación (por ejemplo, metas de inflación).

La razón es sencilla: para exigir responsabilidades, antes debe conocerse el objetivo perseguido.

Existe un amplio consenso sobre los beneficios que reporta la transparencia en el ámbito de la política monetaria.²⁶ Una menor asimetría de

²⁵ Por ejemplo, además de su Informe Anual, el BCN publica un “Boletín Económico” desde noviembre de 1998 (de periodicidad trimestral a partir del 2000; (<http://www.bcn.gob.ni/publicaciones/trimestrales/index.html>)) y un “Boletín Financiero” trimestral desde junio del 2001 (<http://www.bcn.gob.ni/publicaciones/trimestrales/index.html>)).

²⁶ Estudios empíricos sugieren que la mayor transparen-

información entre el banco central y el público reduce la incertidumbre macroeconómica, permitiendo tanto al sector privado como a otras instituciones del sector público adoptar decisiones mejor informadas. Además, la mayor transparencia moldea la conducta del banco central, al aumentar la eficacia de la opinión pública a la hora de exigir responsabilidades.

Cuadro 4

DIVULGACIÓN DE INFORMACIÓN SOBRE POLÍTICA MONETARIA EN UN TOTAL DE 36 BANCOS CENTRALES, 1998 Y 2006

(En porcentajes)

	1998	2006
Objetivos prioritarios cuantificados	50	78
Modelo macroeconómico	17	50
Previsiones macroeconómicas	28	81
Trimestrales de inflación y producto	11	39
Estrategia de política monetaria	64	81
Actas	14	28
Atribución de voto	11	22
Ajuste de política	42	78
Con explicación	36	75

FUENTE: Dincer y Eichengreen (2007).

NOTAS: Revisado para asignar puntuación cero a *actas* y *atribución de voto* a aquellos bancos centrales donde las decisiones las toma una única persona. En esta muestra, el Eurosistema está representado por el BCE.

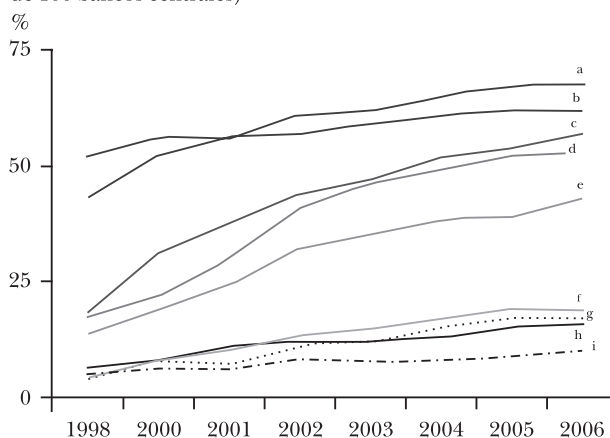
La transparencia de la política monetaria ha aumentado de muchas formas.²⁷

Pese al aumento generalizado de la transparencia en torno a la política monetaria, persisten notables diferencias en el grado de transparencia entre los distintos países y marcos de política. En concreto, los bancos centrales de los países industriales tienden a ser más transparentes que sus homólogos en las economías emergentes o en desarrollo. Asimismo, los bancos con objetivos de inflación difunden normalmente bastante más información que los demás.

cia de la política monetaria ha permitido elevar el grado de previsibilidad de las decisiones de política, reducir la inflación media, disminuir el coste de la desinflación en términos de producto y estabilizar las expectativas de inflación. Ver N. Dincer y B. Eichengreen, *Central bank transparency: where, why and with what effects?*, NBER, marzo del 2007 (Working Paper Series, nº 13003), (<http://www.nber.org/papers/w13003.pdf>).

²⁷ Gráfico 45 del Informe, *supra*, anot. 11, p. 155.

GRÁFICA III. DIVULGACIÓN DE INFORMACIÓN SOBRE POLÍTICA MONETARIA, 1990-2006 (en porcentaje sobre un total de 100 bancos centrales)



FUENTES: Dincer y Eichengreen (2007), con datos actualizados proporcionados por Dincer.

^a Estrategia de política monetaria. ^b Objetivo prioritario cuantificado. ^c Previsiones macroeconómicas. ^d Ajustes de política. ^e Ajuste de política con explicación. ^f Modelo macroeconómico. ^g Previsiones trimestrales de inflación producto. ^h Actas. ⁱ Atribución de voto.

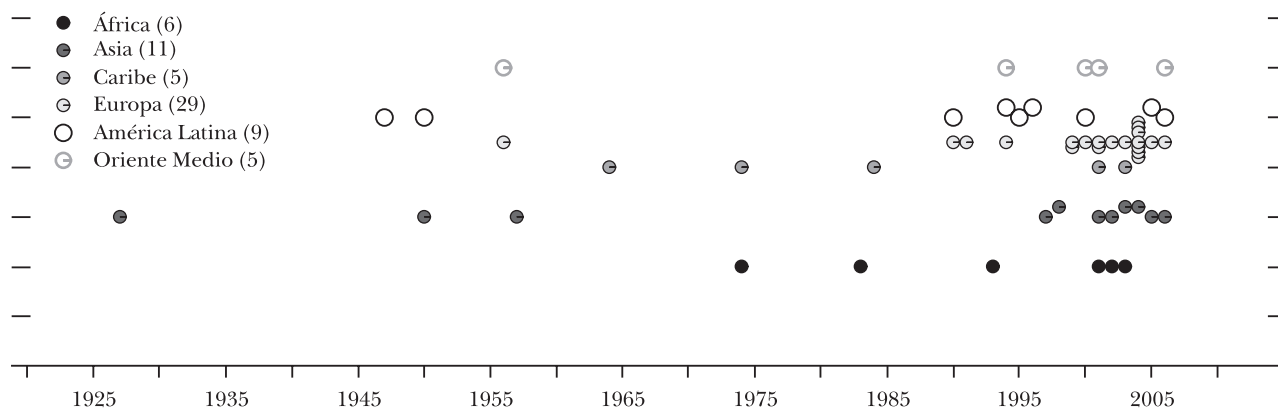
4) Una relativa novedad: los informes de estabilidad financiera

Además de trabajar en pos de la estabilidad monetaria, y de informar sobre sus instrumentos y resultados, los bancos centrales vienen mostrando un interés creciente por la estabilidad financiera. Esto es aplicable a los bancos centrales, con independencia de si cuentan o no con responsabilidades en materia de supervisión financiera.

El diseño de objetivos claros para la función de estabilidad financiera resulta más complicado. La legislación de los bancos centrales suele ser menos precisa al respecto, aunque hayan asumido algunos de sus elementos (como la función de prestamista de última instancia y la vigilancia del sistema de pagos) durante largo tiempo.

Los bancos centrales suelen decidir con autonomía en materia de política monetaria al aplicar procedimientos bien definidos. En cambio, las decisiones sobre estabilidad financiera exigen informaciones y destrezas distintas, ya que en ocasiones se deben tomar con urgencia y suelen exigir la consulta y colaboración con otras autoridades. Si al banco central se le encarga explícitamente promover la estabilidad financiera sistémica, cabe preguntarse si esto haría necesarios mecanismos de buen gobierno más especializados y consultivos.

GRÁFICA IV. FECHA DE CREACIÓN DE LOS DEPARTAMENTOS DE ESTABILIDAD FINANCIERA EN LOS BANCOS CENTRALES, 1925-2005



En particular, la reciente crisis ha suscitado un nuevo debate sobre el alcance de la función de estabilidad financiera de los bancos centrales. El Comité sobre el Sistema Financiero Global²⁸ está trabajando en un catálogo de lo que se ha hecho hasta ahora y lo que ha funcionado. Simultáneamente, el *Central Bank Governance Forum* (Foro para la Gobernanza de los Bancos Centrales) está estudiando los mecanismos internos adoptados por los bancos centrales en materia de estabilidad financiera.²⁹

En cualquier caso, numerosos bancos centrales han aumentado su involucramiento en cuestiones de estabilidad financiera a lo largo de las últimas décadas y creado departamentos especializados en esta materia (ver la gráfica IV).³⁰

Pero, en cuanto a las funciones y objetivos financieros de los bancos centrales, su divulgación o su capacidad de divulgación son menores que en el ámbito de la política monetaria. Numerosos bancos centrales publican un amplio informe de estabilidad financiera, normalmente con periodicidad semestral (ver el cuadro 5).³¹

²⁸ <http://www.bis.org/cgfs>.

²⁹ Muy probablemente el informe del *Central Bank Governance Forum* (Foro para la Gobernanza de los Bancos Centrales) se publicará en el transcurso de este año. Ver también la ponencia de Jaime Caruana, Director General del BPI, "Financial stability: 10 questions and about seven answers," de 9 de febrero del 2010, (<http://www.bis.org/peches/sp100209.htm>).

³⁰ Adaptado de: "Institutional arrangements for financial sector supervision", Banco de Pagos Internacionales, FSI Occasional Paper, n.º 7, septiembre del 2007, gráfico 10, en la pág. 17, (<http://www.bis.org/fsi/fsipapers07.pdf>).

³¹ Gráfico 45 del Informe, *supra*, anot. anot. 11, p. 158. En relación al BCN, ver *supra* anot. 25. En América Latina, por ejemplo, los bancos centrales de Argentina, Bolivia, Chile, Colombia, El Salvador o México publican informes espe-

Cuadro 5

FRECUENCIA DE PUBLICACIÓN DEL INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA

	(En porcentajes)			
	Semestral	Anual	Otras	Ninguna
Todos (47 bancos centrales)	45	34	2	19
Economías industriales (22)	50	41	0	9
Economías de mercado emergentes (25)	40	28	4	28

FUENTE: BPI (2008b).

La publicación de informes de estabilidad financiera es habitual en los países industriales, pero está menos generalizada en las economías de mercado emergentes, pese a que la mayoría de los bancos centrales de estas últimas se encuentran muy implicados en la supervisión financiera. Si el banco central no publica un informe por separado, puede analizar los temas de estabilidad financiera en su informe anual.

Pero, en general, tales informes no presentan información detallada sobre las medidas concretas que han adoptado en este ámbito, especialmente en lo que respecta a las distintas instituciones financieras.

De hecho, cualquier debate público en torno a la supervisión y regulación financieras se ve afectado por la confidencialidad de la información sobre dichas instituciones, en particular cuando la información es sensible desde un punto de vista comercial o susceptible de generar inestabilidad.

cíficos de estabilidad financiera (o del sistema financiero) que incluyen análisis de temas de actualidad.

IV. Conclusión

Podemos afirmar que muchos países han realizado grandes progresos en los últimos años para fortalecer su marco institucional, incluido el banco central.

Al igual que las sociedades evolucionan con el paso del tiempo, lo mismo ocurre con los mecanismos institucionales y, por tanto, con los bancos centrales.

Así pues, una instantánea de los mecanismos vigentes en la actualidad no implica que las cosas vayan a permanecer así en los próximos años.

Pero es importante que las instituciones encargadas de garantizar la estabilidad monetaria y progresivamente también la estabilidad financiera dispongan tanto de las herramientas como de las fortalezas necesarias para perseguir estos objetivos, en cooperación con el gobierno, sin

estar a merced de intereses individuales o de réditos políticos a corto plazo.

En el proceso de fortalecimiento progresivo de los mecanismos institucionales del banco central y de una mejor comprensión de los retos de política monetaria, la experiencia de otros países puede resultar útil.

Centroamérica ya cuenta con una buena experiencia y un marco institucional –el Consejo Monetario Centroamericano– para compartir experiencias y trabajar en pos de metas comunes.

Esto podría ser incluso más importante hoy en día, dada la creciente interconexión de las distintas economías y los debates que vienen manteniéndose en torno a la adopción de monedas comunes u otros regímenes monetarios.

Así pues, el panel que hoy nos reúne aquí acontece en un momento muy oportuno.

Gracias por su atención.

Nuevas formas de política de estabilización monetaria europea: durante y después de la crisis mundial*

Dietrich Schönwitz

I. Introducción

Las turbulencias del mercado financiero de la crisis reciente empezaron ya en agosto del 2007 ocasionando fricciones y tasas de interés volátiles en los mercados monetarios. Los mercados monetarios son el campo de juego de la banca central moderna por medio de procesos de transmisión hacia otros segmentos del mercado financiero (diagrama 1). En la actualidad, la opinión común es que, las tasas de interés interbancarias a corto plazo son la meta operativa apropiada y no – como en otras épocas– la base monetaria; ajustes endógenos de base monetaria (Bindseil, 2004). Este concepto depende de la función principal de la tasa de interés clave del banco central para la tasa interbancaria del mercado monetario. Las turbulencias pusieron en peligro esta precaución esencial para que una política de estabilización monetaria eficiente garantizara la estabilidad de precios como prescripción de objetivo final. Aproximadamente un año después de que comenzó la crisis, la quiebra del banco estadounidense de inversión Lehmann Brothers, ocurrida en septiembre del 2008, fue una etapa decisiva.

* Traduce y publica el CEMLA, con la debida autorización, del autor la ponencia *New Ways of European Monetary Stabilization Policy. During and After the Global Crisis*, presentada por D. Schönwitz, en la VI Reunión de Asesores de Política Monetaria de Banca Central del CEMLA, realizada con el auspicio del Banco de la República, en Bogotá, el 8 y 9 de abril del 2010. El autor es funcionario del Deutsche Bundesbank. Las opiniones expresadas son propias del autor y no necesariamente representan la posición del Deutsche Bundesbank o de sus autoridades. Correspondencia: (dschoenwitz@t-online.de).

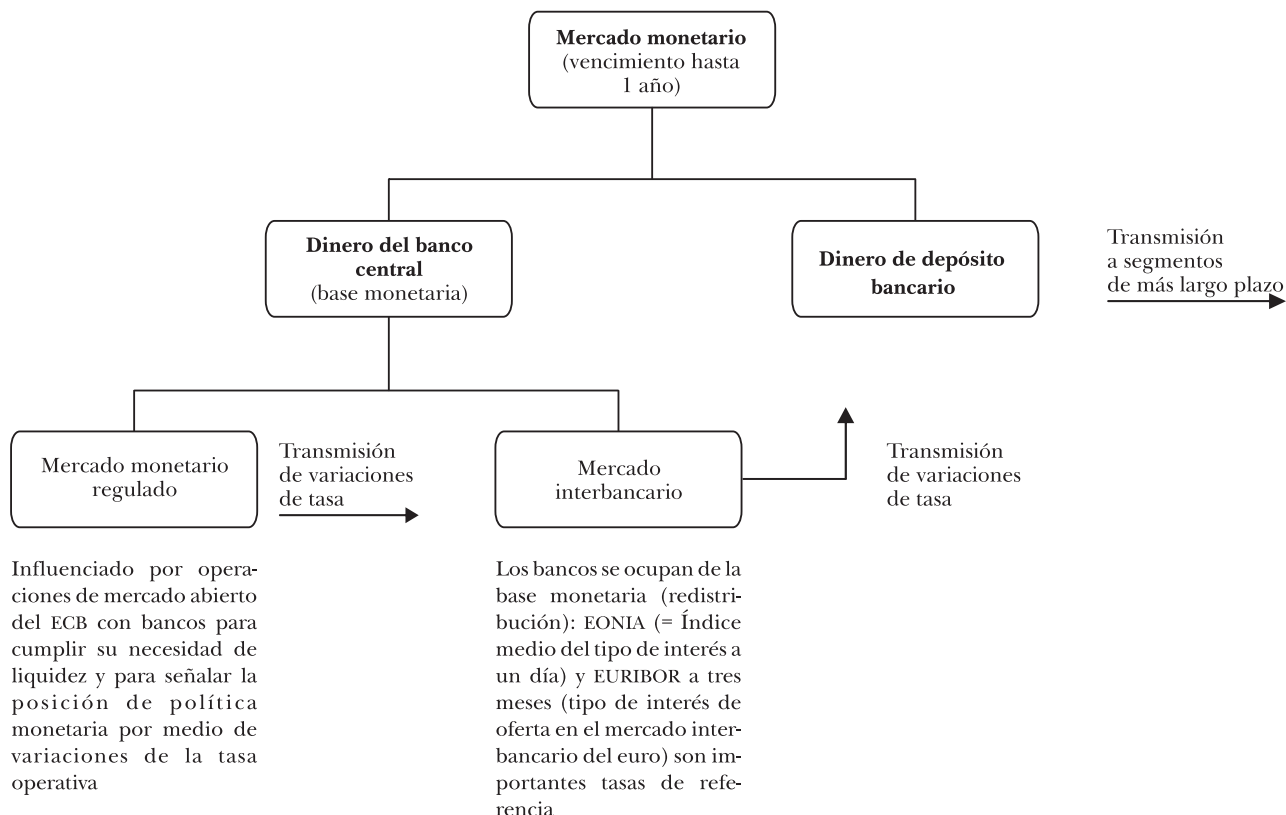
Lo anterior le dio a la crisis la dimensión global de un amenazador tsunami financiero.

Tal drama se pudo evitar gracias a los esfuerzos conjuntos de la política de estabilización económica, financiera y monetaria. Ahora, al iniciar el segundo trimestre del 2010, las economías más importantes se están recuperando con perspectivas de crecimiento económico –pero comparado con el crecimiento potencial de antes de la crisis, todavía queda un camino de crecimiento reducido que aún depende del apoyo estatal. Los mercados monetarios del euro también se recuperaron, pero aún están frágiles (Kotz, 2009). En Alemania, los políticos esperan que, una vez compensada la pérdida de riqueza financiera, el proceso de recuperación se prolongue hasta el 2013.

II. Falta de preparación

Con toda certeza hubo voces individuales de alerta antes de la crisis. Por ejemplo, la Association of Mortgage Insurance Companies of America (asociación estadounidense de empresas de seguros, MICA) un año antes de las turbulencias escribió en una carta a la Reserva Federal (FED) de Estados Unidos: “... estamos profundamente preocupados por el posible efecto de contagio de las pobre suscripción, de las hipotecas y préstamos respaldados por capital inmobiliario inadecuados” (Schönwitz, 2007). Pero obviamente nadie del público interesado –incluidos los observadores de banco central– esperaba que la agitación fuese a durar más de dos años, que afectara severamente las economías reales, que se difundiera

DIAGRAMA I. FUNCIÓN LÍDER DE LA TASA DE INTERÉS CLAVE DE BANCO CENTRAL



por todo el mundo y que pusiera en peligro la solvencia de estados europeos como Portugal, Irlanda, Grecia y España, en una segunda ronda de efectos sobre el gasto público y los ingresos tributarios.

Ni la ciencia económica estaba suficientemente preparada. La corriente liberal dominante se rigió por el teorema de eficiencia de mercado y desregulación. Esto explica que un consejo inicial dado a los políticos por las academias económicas reconocidas expresara su opinión de que, el sistema financiero derivaría sus propias conclusiones y que más regulaciones administrativas provocarían más daños que beneficios (Phelps, 2007).

A pesar de la falta de asesoría adecuada, los principales bancos centrales, especialmente la FED, el Bank of England (Banco de Inglaterra, BOE) y el Banco Central Europeo (BCE), actuaron de forma inmediata y coordinada –aunque no siempre de la misma forma. Las siguientes observaciones se centran en el manejo de la crisis del BCE el cual, después de la quiebra de Lehman Brothers, cruzó la línea limítrofe del manejo tradicional de liquidez mediante operaciones de reporto pasivo en el mercado abierto. Esto se complementó con extensos programas de rescate

de los gobiernos para el sector financiero y el sector real de la economía (Kölbach-Macke-Schönwitz, 2009).

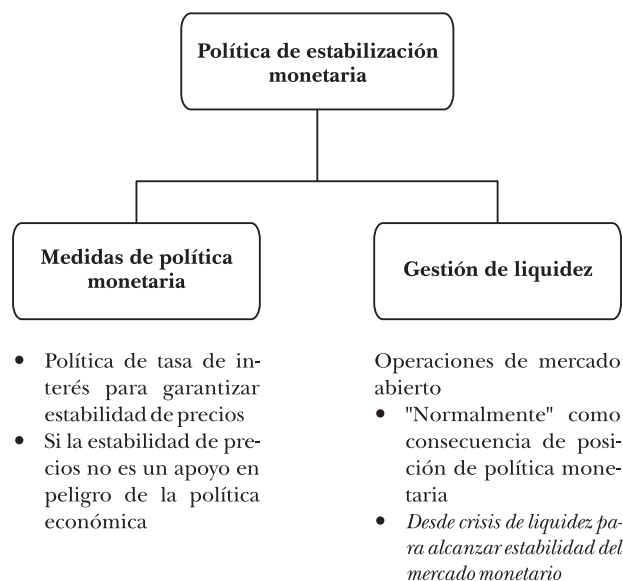
Pero el manejo de la crisis no fue suficiente. Ciertamente, políticos, supervisores, banqueros centrales y banqueros privados, todos tienen que aprender de la crisis. La última parte de esta contribución se centra en la tarea del banquero central e incluye doce tesis sobre la política de estabilización monetaria posterior a la crisis.

III. Estricta diferencia entre política monetaria y política de liquidez

Es esencial enfatizar que, el concepto de manejo de crisis del BCE no puso en tela de juicio la orientación del objetivo final. Esta consiguiente orientación hacia la estabilidad de precios condujo a un enfoque claramente diferente de la estrategia de la FED y del BCE –especialmente hasta la quiebra de Lehman Brothers. A diferencia de esos bancos centrales, el BCE no redujo su tasa de interés clave durante el primer año de la crisis. Debido a expectativas inflacionarias aumentó incluso la tasa en 25 puntos base al 4.25% a mediados del 2008. El BCE explicó dicho

comportamiento en su Informe Anual para el 2008 con una estricta diferenciación entre las medidas de política monetaria y de política de liquidez (BCE, 2009a). La orientación de la política monetaria se concentró en la estabilidad de precios mientras que la política de liquidez se encargó del funcionamiento eficiente del mercado monetario del euro. Por lo tanto, la política de estabilización monetaria en esta contribución es un término genérico para política monetaria y política de liquidez (diagrama 2). Medidas de política monetaria significan política de tipo de interés para salvaguardar la moneda. La política de liquidez implica suministro de liquidez del banco central por medio de operaciones de mercado abierto.

DIAGRAMA 2. ESTABILIDAD DE MERCADO MONETARIO COMO OBJETIVO OPERATIVO



El BCE analizó la crisis financiera hasta la quiebra de Lehman Brothers no como una macro brecha de liquidez de banco central. Existió suficiente liquidez agregada, pero de pronto dicha liquidez no estuvo totalmente accesible para los participantes del mercado monetario. La crisis en la zona del euro durante casi un año fue más bien una alteración de la distribución de la liquidez provocada por una pérdida masiva de confianza. El conocimiento sobre la participación en incumplimientos de pagos de valores con respaldo de hipotecas residenciales (RMBS) que fueron refinanciadas de forma revolvante en el mercado monetario con pagarés no fue transparente. El recelo se propagó como un virus contagioso y las líneas crediticias para contrapartes

se redujeron o se cancelaron en cuanto fue posible. El Finacial Directorate del Banque de France (2008) destacó esto como un comportamiento del peor caso y concluyó que: "Por ende los bancos tenderán a acaparar el máximo de liquidez, al precio que sea, para poder cubrir cualquier contingencia, aunque sea poco probable, con respecto a sus propias necesidades futuras de liquidez y de exposición al riesgo". Remsperger (2007), exmiembro de la junta de gobierno del Deutsche Bundesbank, indicó por lo tanto: "El préstamo interbancario se agotó bastante".

Tras este análisis, el Consejo de Gobierno del BCE decidió concentrarse en un enfoque pragmático pero orientado en principios de política de liquidez y no intentar un incremento agregado de la oferta monetaria del banco central a través de una política monetaria expansiva. Esta política de no reducir la tasa de interés clave fue apoyada por el hecho de que, hasta entonces, las turbulencias del mercado financiero no indicaban consecuencias negativas para los verdaderos sectores de las economías en la zona del euro.

IV. Estabilidad del mercado monetario como objetivo operativo

La principal función de la tasa de interés clave significa transmitir decisiones de política monetaria expansivas o contractivas mediante variaciones de la tasa de interés clave del mercado monetario regulado al mercado monetario interbancario y a otros segmentos financieros del mercado. Por lo tanto, los mercados monetarios estables o en funcionamiento son una preocupación básica de la banca central moderna. Hasta el inicio de la crisis y desde el establecimiento del BCE en 1998 el eficiente mercado monetario del euro fue, en ese sentido, un hecho dado. La tasa de interés de referencia EONIA (Euro Overnight Index Average) siguió variaciones de la tasa clave pero sólo con desviaciones marginales. En promedio, la diferencia entre la tasa EONIA y la tasa clave fue solamente de diez puntos básicos. El manejo de liquidez antes de la crisis fue, por lo tanto, consecuencia exclusiva de las variaciones de la tasa de interés, de la posición de política monetaria. Esto cambió con la alta volatilidad de la EONIA cuando empezaron las turbulencias.

Además de la tasa de interés interbancaria a corto plazo, la estabilidad del mercado monetario se convirtió en una nueva tarea operativa. Esta asignación de la estabilidad del mercado

monetario es una de las principales lecciones de la crisis para la banca central: salvaguardar la estabilidad sostenible del mercado monetario es a nivel operativo –así como una tasa de interés clave adecuada– una precondition necesaria para la estabilidad de precios a nivel de objetivo final.

Como respuesta al aumento de las fricciones del mercado monetario, el BCE complementó sus principales operaciones regulares y de refinanciamiento de moneda a largo plazo con operaciones de reporto pasivo no estándares adicionales. Antes de la quiebra de Lehman Brothers, todavía existía el objetivo de que este manejo de liquidez garantizara una oferta orientada por el benchmark con la liquidez del banco central y no –como algunos comentarios afirmaron erróneamente– una inundación del mercado monetario del euro con liquidez. Orientado por el benchmark significa realizar inyecciones de liquidez de reporto pasivo en un monto dado o agregado aceptado del dinero del banco central para hacerle frente a la necesidad de liquidez diaria de los bancos. La necesidad de liquidez diaria procede de las obligaciones de reserva mínimas, moneda en circulación, activos extranjeros netos y depósitos gubernamentales con el Eurosistema. La intención de dicha política de liquidez es lograr condiciones de mercado monetario y tipos de interés interbancario cercanos a la tasa clave.

V. Manejo de crisis acompañado de una intensiva comunicación *ad hoc*

Para mejorar la confianza, el BCE acompañó las nuevas operaciones adicionales no estándar con una comunicación intensiva *ad hoc*, poco apreciada hasta ahora en la literatura (BCE, 2009b). Esto corresponde a un moderno concepto de manejo de expectativas con apertura y transparencia, y no a un comportamiento de manejo por sorpresa, practicado por los principales bancos centrales hace aproximadamente una o dos décadas. En este otro tiempo se publicó un best-seller titulado *The Secrets of the Temple* (Weber 2010). El autor, William Greidner, se refería a la FED y no a una organización religiosa dudosa. Pero puede estar seguro, el Deutsche Bundesbank también practicó la confidencialidad en su historia.

En consecuencia, al principio de la crisis, el 9 de agosto del 2007 se comunicó al público la siguiente declaración: “El BCE observa que hay

tensiones en el mercado monetario del euro, pese al suministro normal de liquidez agregada del euro. El BCE está siguiendo de cerca la situación y está dispuesto a asegurar condiciones ordenadas en el mercado monetario del euro.” El anuncio de la primera operación no estándar se dio tan sólo dos horas después.

Esto prueba una vez más que las críticas, a veces articuladas, de que el BCE no está siendo suficientemente comunicativo no se justifican. De hecho, no publica las minutas de las reuniones del Consejo de Gobierno. Sin embargo, las detalladas conferencias de prensa mensuales del Presidente, en tiempo real, después de las reuniones, para explicar la orientación política, donde se refiere al análisis económico y monetario de indicadores son más que suficiente sustituto de las minutas que se publican atrasadas. Tales conferencias con sesiones de preguntas y respuestas siguen siendo una característica especial e innovadora del Eurosistema.

VI. Lógica de las operaciones no estándar orientadas por el benchmark

Para el BCE, la flexible introducción de operaciones no estándar orientadas por el benchmark era un proceso de aprendizaje paso a paso bajo mucha presión de tiempo (diagrama 3). Resultaba indispensable hacerle frente a la creciente incertidumbre de los bancos con respecto al acceso fiable a la liquidez. Esta intención caracteriza las operaciones adicionales de la siguiente manera:

- En el curso del manejo de la crisis se amplió la duración de las operaciones individuales. La primera operación como reacción rápida al inicio de las turbulencias tuvo una duración de tan sólo un día. Para mejorar la confianza, el BCE introdujo las operaciones de moneda con una duración de seis meses.
- Antes de la crisis, las principales operaciones de refinanciamiento semanales dominaron el suministro de liquidez del banco central con aproximadamente 70% e incluso más del volumen total. Dicha importancia se redujo drásticamente a favor de las operaciones estándar y no estándar a largo plazo. Su participación aumentó a más de 65% del suministro de liquidez agregado de banco central en el período, aún orientado por el benchmark.

– Como medida adicional para reducir la incertidumbre, el BCE empezó a practicar el frontloading (compensación anticipada). Eso significaba inyectar al inicio de los períodos de reserva mínima más del monto de benchmark y reducir el excedente más adelante en el período mediante montos de asignación inferiores y operaciones de ajuste que absorbían la liquidez.

Además resultó novedoso que, por primera vez en su historia, el BCE contrató acuerdos de operaciones de canje (*swap*) con otros bancos centrales, especialmente la FED, con el objeto de cubrir la demanda de liquidez extranjera de los bancos.

Al evaluar el éxito de su manejo de liquidez orientado por el benchmark, el BCE (2008) indicó cuidadosamente que por lo general tenía éxito en el mantenimiento de las tasas de interés interbancarias del mercado monetario cerca de la tasa de interés clave a pesar de las fases de alta volatilidad. Esto resultó válido hasta la quiebra de Lehman Brothers.

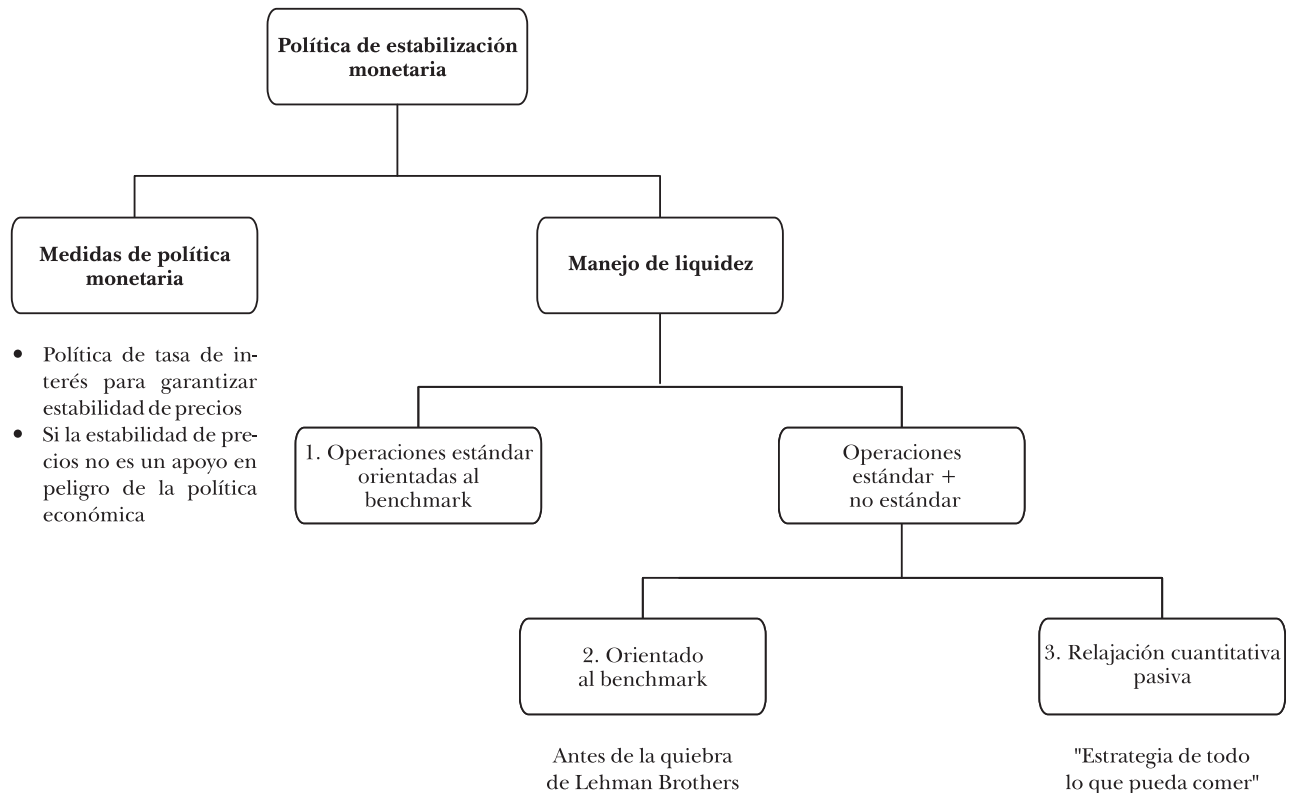
Posteriormente, la crisis se expandió a una crisis económica y financiera a nivel mundial, incluso con perspectivas de deflación. El BCE reac-

cionó de forma expansiva tanto con medidas de política monetaria como de política de liquidez. En su política monetaria redujo la tasa de interés clave en siete pasos hasta un monto de 1%.

VII. Relajación cuantitativa – pasiva y activa

En su manejo de liquidez, el BCE abolió la orientación por el benchmark, anunció operaciones de moneda de doce meses de duración y aumentó la participación de operaciones a largo plazo hasta cerca de 90% incluso a principios del 2010. Cambió de operaciones de tenencias de tasa variable con tasa de oferta mínima a operaciones de tasa fija con asignación total dentro del rango de activos prendarios elegibles. El monto de activos elegibles y por ende, el ámbito de las ofertas se amplió por medio de una reducción de los requerimientos de clasificación de A menos a BBB menos. Ahora los mercados financieros estaban realmente inundados de liquidez. Como resultado, las demandas del Eurosistema en cuanto al manejo de liquidez por medio de operaciones de moneda aumentaron de EUR 500 mil millones a cerca de EUR 800 mil millones en el 2008, con un correspondiente suministro de base monetaria –y

DIAGRAMA 3. GESTIÓN DE LIQUIDEZ ORIENTADO POR BENCHMARK Y BAJA CUANTITATIVA PASIVA



aún demandas de cerca de EUR 700 mil millones a inicios del 2010.

En lenguaje coloquial esta estrategia se llama “la estrategia de todo lo que pueda comer” (Schaaf, 2009), y de manera más formal relajación cuantitativa pasiva; pasiva porque el banco central cubre la demanda de liquidez desde una posición de *esperar y ver*. El BCE se convirtió entonces en un monopolista del lado del suministro en el mercado monetario del euro. Como al inicio de la crisis, ahora existían en el mercado monetario interbancario escasas ventas sin garantía, especialmente con duraciones de tres meses y más. La tasa EONIA cayó incluso por debajo de la tasa clave casi hasta la tasa de facilidad de depósito que a largo plazo no es un efecto deseable. Pero la prevención de un desastre financiero mundial y las últimas tendencias de recuperación del mercado monetario confirmaron lo apropiado de estas medidas excepcionales.

La relajación cuantitativa activa, que la FED y el Banco de Inglaterra realizaron pronto y a gran escala cruza el límite del manejo de liquidez tradicional por operaciones de recompra de moneda. El BCE, y esto es asimismo una diferencia, aparentemente dudó en tomar este camino. El Consejo de Gobierno acordó una relajación cuantitativa activa en una escala más bien baja, con un monto nominal de hasta sesenta mil millones de euros (BCE, 2010). Con la relajación cuantitativa activa, el enfoque es no más manejo de liquidez por medio del mercado monetario. El banco central abandonó la posición de esperar y ver e inyectó liquidez comprando activos en mercados de activos primarios o secundarios.

La relajación cuantitativa activa tiene dos aspectos. Primer aspecto: el banco central puede adquirir activos de entidades no bancarias. La intención es hacerle principalmente frente de forma directa a una contracción crediticia como resultado posible de una crisis financiera. Al soslayar el sistema bancario, se mejora instantáneamente el suministro de liquidez para la economía real y aumenta el agregado monetario M3. Segundo aspecto: al comprar activos de los bancos, el banco central sigue valiéndose del sistema bancario como prestamista asumiendo que los bancos usarán la liquidez para mantener y ampliar el préstamo a los clientes.

En la zona del euro, los bancos centrales actúan tradicionalmente por medio del sistema bancario. Europa con empresas de tamaño mediano como columna vertebral de la economía se basa menos en el mercado de capital y más en la rela-

ción bancaria, como por ejemplo la economía estadounidense. Por consiguiente se sugirió a sí mismo utilizar la segunda forma de relajación cuantitativa activa. El BCE anunció en mayo del 2009 que compraría bonos con cobertura o garantizados por los bancos de la zona del euro con una clasificación mínima de AA a las contrapartes participantes en las operaciones de política monetaria del Eurosistema. Esta concentración en la segunda forma es una vez más una diferencia con la FED y el Banco de Inglaterra. Como quiera que sea, la intención de la relajación cuantitativa activa es hacerle frente a los efectos negativos de la crisis financiera para las verdaderas economías. El banco central actúa de conformidad con los esfuerzos de política económica y financiera.

VIII. La salida será una prueba para la independencia del banco central

La cercanía con los políticos se puede convertir en un problema cuando el banco central trata de salir del manejo de su crisis. No hay duda de que el manejo de crisis, especialmente cuando el BCE abandonó su orientación al benchmark, creó un potencial inflacionario. Por ende y con el objeto de revivir la vitalidad del mercado monetario interbancario, se requiere de una estrategia de salida. Los anuncios del BCE desde fines del 2009 indicaban que saldría con cuidado y paso a paso – terminando gradualmente las operaciones no estándar. A inicios del primer trimestre del 2010, el BCE no renovó las operaciones estándar con duración de seis y doce meses y a finales de abril, el BCE regresó a un volumen de asignación restringido para las operaciones de moneda de tres meses.

Es por lo tanto cierto que, en la zona del euro, la salida no sería técnicamente difícil: primero, debido a que el BCE preparó a la comunidad bancaria –como antes en el contexto del manejo de crisis– con una intensiva política de comunicación; segundo, porque el BCE usó una relajación cuantitativa activa a baja escala sólo con cerca de 50% del monto nominal meta hasta inicios del 2010. Por lo tanto, el manejo de crisis fue una salida amigable (Weber, 2009b). Pero no se debe subestimar la resistencia política. Primero porque con la reducción de la liquidez agregada en exceso, tarde o temprano y con la expectativas inflacionarias surgirá la pregunta de un aumento de la tasa de interés clave; y segundo porque la

cercanía con los políticos durante la crisis anteriormente mencionada pudo haberse convertido en un hábito. Con seguridad será un tema controversial, cuándo iniciar una política de estabilización monetaria más restrictiva con políticos que se enfocan en la aceleración del crecimiento económico, que están interesados en bajas tasas de interés debido a las exorbitantes deudas del gobierno y que tienden a resolver problemas gastando simplemente más dinero. Por consiguiente, no se puede excluir que surgirán demandas urgentes de coordinación *ex ante*. En Europa, el gobierno francés tiene una tradición, juzgar a los banqueros centrales como técnicos que deben estar bajo mandato prioritario de los políticos.

Issing (2002), execonomista en jefe del BCE, señaló las posibles consecuencias negativas de tales intenciones. El vio el peligro de una mala gestión macroeconómica y advirtió combinar papeles específicos, mandatos y responsabilidades de diferentes áreas políticas. La salida al final y luego de la crisis será una prueba de la verdadera independencia del banco central que es un principio básico del Eurosistema. La coordinación *ex ante*, según la voz de otros escépticos unos años antes de la crisis, "...podría fácilmente convertirse en un eufemismo para presionar al banco central" (Alesina, 2003).

IX. Doce tesis para la política de estabilización monetaria posterior a la crisis

Es de conocimiento general, que los ciclos y crisis económicas son un reto para que el sector académico mejore las lecciones teóricas y aplicadas (Weber, 2009a). Las doce tesis siguientes pueden ser una contribución a tal proceso:

1. Los bancos centrales cumplieron un buen manejo de crisis, pero no son inocentes. Un suministro de liquidez demasiado generoso – respaldado por flujos de grandes capitales abandonados benignamente hacia los Estados Unidos– contribuyó, entre otros factores, a la pasada expansión excesiva del crédito y desarrollo de la crisis (Sachverständigenrat, 2007; Schönwitz, 2007). Es por ello que las soluciones no solo se deben concentrar en maltrato del banquero privado, respectivamente también en la mejora de la regulación y supervisión. De hecho es necesario reflejar los supuestos básicos, métodos y enfoque estratégico de la política del banco central.

2. Limpiar el desorden luego de la explosión de una burbuja por una política de dinero fácil no siempre es un remedio probado. La política futura deberá ser más consciente de la inflación de activos y más preventiva. Consecuentemente deberá, tal y como se citó a William McChesney Martin, presidente de la FED de 1951 a 1970, "retirar la ponchera justo cuando inicia la fiesta" (Plender, 2010).

3. La banca central con una política de comunicación elaborada apoya la aceptación de medidas de largo alcance. Durante la política de comunicación de crisis, el BCE desarrolló una herramienta sobresaliente. La comunicación *ad hoc* del BCE mejoró el nivel de confianza y por consiguiente la eficiencia del manejo de crisis.

4. En referencia a la dinámica de la burbuja de precios de viviendas estadounidenses, no es muy convincente decir que es imposible identificar aumentos de precios de los activos no justificados fundamentalmente con suficiente antelación (De Grauwe, 2007). En realidad, es una tarea importante para investigaciones futuras pavimentar el camino para una política que va en contra de lo que dicen los fundamentos de una burbuja de precios de los activos entrante. Esto significaría iniciar una política monetaria restrictiva antes de que las expectativas del índice de precios del consumidor señalen la necesidad de actuar. Esto es más sencillo para un banco central comunicativo e independiente que para un banco central que está bajo mando político.

5. Una política monetaria restrictiva no debe depender únicamente de la variación de la tasa de interés clave puesto que esto podría dañar la verdadera economía. La investigación empírica muestra (FMI, 2009) que los ciclos de precios de los activos a menudo se ven precedidos de aumentos significativos en el suministro de crédito. Tal tipo de burbuja de auge crediticio (Mishkin, 2009) podría abordarse con un aumento profiláctico de las reservas mínimas requeridas. Esta podría ser una disposición discrecional, especialmente cuando ocurre una exuberancia irracional (Greenspan, 2007) y un resurgimiento de la vieja política de reserva mínima, a veces criticada como la que realizó el Deutsche Bundesbank en épocas anteriores (Görgens, Ruckriegel y

Seitz, 2004). La remuneración de las reservas mínimas apoya la aceptación de esta herramienta.

6. Después de la crisis los bancos tendrán una mayor conciencia del riesgo –ya sea por motivación propia o por medidas regulatorias. Por lo tanto, se deberá considerar si es apropiado volver al manejo estándar de la liquidez con claro dominio de las principales operaciones de refinanciamiento semanales, justo como antes de la crisis. En este contexto, el deseo del banco central, acerca de una gestión flexible de liquidez debe ponderarse contra la necesidad mejorada que tienen la banca privada en cuanto a seguridad financiera y respaldo. Conservar la estrategia de frontloading (compensación anticipada) podría ser una contribución complementaria.
7. Contrario al supuesto teórico de la eficiencia del mercado monetario, la crisis mostró que la estabilidad financiera –como un bien público– no se puede garantizar de forma privada (Kotz, 2009): Adicionalmente a la tasa de interés interbancaria del mercado monetario y (tal vez) a las reservas mínimas como metas operativas, la banca central futura tendrá que analizar la estabilidad del mercado monetario con una función principal de la tasa de interés clave correspondiente con –debido a interdependencias– la estabilidad financiera. Es urgentemente poner esta meta a nivel operativo en términos concretos. Las consecuencias de tal discusión excederán las preocupaciones tradicionales de política de estabilización monetaria e incluirán aspectos regulatorios, supervisión bancaria y mecanismos de alerta temprana macroprudenciales. Es por ende una solución apropiada del gobierno alemán que, a partir del 2011, la supervisión del mercado financiero será totalmente responsabilidad del Deutsche Bundesbank. La alerta temprana efectiva requiere de la cooperación internacional y del mejoramiento de las precauciones institucionales. Weber (2009c) menciona en el nivel europeo la implementación de una European Systemic Risk Board (ESRB) como punto de contacto entre políticos, banqueros centrales y supervisores bancarios que cumplan funciones de asesoría de alerta temprana. En un nivel superior la Financial Stability Board (FSB) podría manejar tal tarea.
8. La política monetaria sin dinero como en las metas inflacionarias puras no es solución suficiente. La crisis dejó claro que, no sólo la inflación de precios al consumidor sino también la inflación del precio de los activos es un fenómeno monetario. El concepto de dos pilares del BCE considera este hecho. Se trata no sólo de un análisis orientado a corto plazo de los indicadores económicos de hasta dos años (precio de los activos incluido), sino también de un análisis de los indicadores monetarios orientado a más largo plazo en su segunda columna. Este enfoque, con un papel prominente del dinero, fue criticado especialmente por representantes de estrictas metas inflacionarias por considerarlo demasiado opcional y superfluo. Pero refleja la complejidad de la realidad económica. Con su análisis de precio de los activos y los agregados crediticios como contrapartes de desarrollos monetarios, este enfoque ofrece posibilidades de alerta temprana –que pueden ser elaboradas– para identificar anomalías como medio de prevención de los desarrollos del auge crediticio y de los mercados financieros. Por ejemplo, en la literatura de alertas tempranas empíricas acerca de inestabilidad financiera por medio de crisis bancarias, los precios de las viviendas están en la cumbre (Reinhart y Rogoff, 2009).
9. Se debe volver a considerar la evaluación del objetivo final –y no la definición cuantitativa. Hasta ahora, por ejemplo, el Harmonized Index of Consumer Prices (IPCA) para la zona del euro no incluye costos para adquirir o construir casas. Para contribuir a la estabilidad de los mercados financieros podría ser apropiado analizar no sólo el precio de los activos sino también incluir también su valoración en la evaluación del objetivo final. La intención de la evaluación del índice de precios del consumidor es identificar, si y qué tanto del presupuesto de consumo de los hogares privados –bienes durables incluidos– se ve directamente afectado por los acontecimientos de los precios. Esta intención justifica incluir precios de viviendas residenciales y excluir acciones y bonos.
10. Los políticos no deberán esperar demasiado de la política de estabilización monetaria. Pero no es una buena propuesta hacer cambios a la definición cuantitativa de estabilidad de precios en la zona del euro con el objeto de

apoyar a los países del sur de Europa con una política de dinero fácil. La inflación es un fenómeno dinámico y por lo tanto nunca una solución adecuada –y en especial no es un remedio para los problemas estructurales de las economías. El canciller alemán Helmut Kohl originalmente esperó que la Unión Monetaria Europea fuera el disparador de una unión política (Brittain, 2010). Esto no sucedió. Pero además del manejo de crisis para Grecia ahora la unión política “...finalmente golpea a la puerta reclamando sus derechos” (Padoa-Schioppa, 2010). Y aparte de eso, la credibilidad del banco central como precondition para una política monetaria efectiva requiere que la inflación no se vuelva un objetivo en movimiento (Münchau, 2010).

11. La política de estabilización monetaria posterior a la crisis será más compleja. Esto incluye el mercado monetario respectivo, la estabilidad financiera que esta nueva política de estabilización monetaria como objetivo operativo necesita –incluso más que antes– ámbito para decisiones discrecionales dentro de los límites del concepto de los dos pilares y estabilidad de precios como prescripción de objetivo final. Issing enfatizó en el 2004 la necesidad de algo como un alcance, al señalar “...que los bancos centrales no se pueden simplemente reemplazar por computadores corriendo simulaciones de modelo”. Por lo tanto, las reglas de decisión mecanicista y las funciones de reacción de la banca central pueden representar una etapa más temprana de la aplicación de la política monetaria.

12. Después de la crisis financiera está antes de la crisis. Una publicación reciente de Reinhart y Rogoff (2009) acerca de crisis financieras, subtitulada *Eight Centuries of Financial Folly* (ocho siglos de locura financiera), confirma el pronóstico desde un punto de vista histórico: “La lección de historia entonces es, que incluso a medida que las instituciones y los encargados de políticas mejoran, siempre habrá una tentación de extender los límites. Así como una persona puede irse a la quiebra sin importar qué tan rica empiece, un sistema financiero puede colapsar bajo la presión de la voracidad, la política y la rentabilidad sin importar que tan bien regulado parece estar.” O, como un miembro anónimo de la comunidad bancaria indicó de cierta forma irónica: “Siem-

pre existirán personas inteligentes que encuentren alguna puerta trasera para burlar al regulador” (Schönwitz, 2007). No es tarea de los políticos abolir la libertad por medio de sobre-regulación, sino prevenir los mismos fallos como fuente de una crisis venidera. La experiencia histórica puede ser una valiosa contribución para la prevención de crisis: Reinhart y Rogoff descubrieron que en el curso de los siglos, las crisis financieras tienen un tema en común: “...excesiva acumulación de deuda, ya sea por parte del gobierno, los bancos, las empresas o los consumidores...”. Este diagnóstico es, hasta cierto punto, un reavivamiento de la tesis 1: muchos y baratos apoyos de liquidez (del banco central) –entre otros factores (!)– toma de riesgos, creación de deuda y el avance de la inflación de los precios (activos).

Referencias

- Alesina, A. (2003), “The Coordination of Monetary and Fiscal Policies in Europe: A Sceptic’s View”, en *Auszüge aus Presseartikeln (AaP)*, Deutsche Bundesbank, N^o 6, pp 24-27.
- BCE (2008), “The Eurosystem’s Open Market Operations during the Recent Period of Financial Volatility”, en *Monthly Bulletin*, abril, pp. 89-104.
- BCE (2009a), *Annual Report 2008*, Frankfurt am Main.
- BCE (2009b), “Central Bank Communication in Periods of Heightened Uncertainty”, en *Monthly Bulletin*, noviembre, pp. 71-79.
- BCE (2010), “Der geldpolitische Kurs der EZB während der Finanzkrise”, en *Monatsbericht*, enero, pp. 67-76.
- Bindseil, U. (2004), *Monetary Policy Implementation: Theory-Past-Present*, Oxford University Press, Oxford.
- Brittan, S. (2010), “Greek Light on an Over-Hasty Project”, en *Auszüge aus Presseartikeln (AaP)*, Deutsche Bundesbank, n^o 9, pp. 11-12.
- De Grauwe, P. (2007), “Central Banks Should Prick Asset Bubbles”, en *Auszüge aus Presseartikeln (AaP)*, Deutsche Bundesbank, n^o 47, pp. 17-18.
- Financial Stability Directorate, Banque de France (2008), “Liquidity in a Time of Financial Turbulences”, en *Financial Stability Review*, Special Edition on Liquidity, pp. I-IV.

- FMI (2009), "Lessons for Monetary Policy from Asset Price Fluctuations", en *World Economic Outlook*, pp. 93-116.
- Görgens, E., K. Ruckriegel y F. Seitz (2004), *Europäische Geldpolitik*, Stuttgart.
- Greenspan, A. (2007), *The Age of Turbulence – Adventures in a New World*, London.
- Issing, O. (2002), "On Macroeconomic Policy Co-ordination", en *Journal of Common Market Studies*, vol. 2, pp. 345-58.
- Issing, O. (2004), "The Role of Macroeconomic Projections within the Monetary Policy Strategy of the ECB", en *Economic Modelling*, vol 21, pp. 723-34.
- Kölbach, R., H.-T. Macke y D. Schönwitz (2009), "Krisenmanagement und Krisenprävention – Eine Analyse des Umgangs mit der Finanz- und Wirtschaftskrise", en *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*, Special Edition, n° 2, pp. 1-8.
- Kotz, H.-H. (2009), "Finanzstabilitätsbericht 2009 der Deutschen Bundesbank", en *Auszüge aus Presseartikeln (AaP)*, Deutsche Bundesbank, n° 49, pp. 3-5.
- Mishkin, F. (2009), "Not All Bubbles Present a Risk to the Economy", en *Auszüge aus Presseartikeln (AaP)*, Deutsche Bundesbank, n° 47, pp. 9-10.
- Münchau, W. (2010), "Inflation Must Not Become a Moving Target", en *Auszüge aus Presseartikeln (AaP)*, Deutsche Bundesbank, n° 9, p. 20.
- Padoa-Schioppa, T. (2010), "Athens Must Not be Left to Stand Alone", en *Auszüge aus Presseartikeln (AaP)*, Deutsche Bundesbank, n° 9, pp. 13-14.
- Phelps, E. (2007), *Das Problem wird sich von alleine lösen*, en *Süddeutsche Zeitung*, München, 13-14 de octubre.
- Plender, J. (2010), "Blame the Central Bankers More than the Private Bankers", en *Financial Times*, Frankfurt am Main-London, 20 de enero.
- Reinhart, C., y K. Rogoff (2009), *This Time is Different – Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton.
- Remsperger, H. (2007), "Financial Stability Issues – A View from the Bundesbank", en *Auszüge aus Presseartikeln (AaP)*, Deutsche Bundesbank, n° 47, pp. 13-17.
- Sachverständigenrat (2007), *Das Erreichte nicht verspielen*, Wiesbaden.
- Schaaf, J. (2009), "Die Währungshüter sind mit ihrem Latein noch lange nicht am Ende", en *Auszüge aus Presseartikeln (AaP)*, Deutsche Bundesbank, n° 14, pp. 9-10.
- Schönwitz, D. (2007), "Confidence as Essential Precondition for the Functioning of Financial Markets – (First) Lessons from the Money Market Liquidity Crisis", en *Conference on Financial Globalization and Financial Sector Development in South and Central Asia*, Bundesministerium für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung, Berlin, pp. 13 – 23.
- Weber, A. A. (2009a), "Finanzmarktkrise – Herausforderung für die Wirtschaftswissenschaft", en *Auszüge aus Presseartikeln (AaP)*, Deutsche Bundesbank, n° 44, pp. 6-8.
- Weber, A. A. (2009b), "Geldpolitik im Zeichen der Finanzmarktkrise", en *Auszüge aus Presseartikeln (AaP)*, Deutsche Bundesbank, n° 44, pp. 3-6.
- Weber, A. A. (2009c), "Geldpolitik im Zeichen der Finanzmarktkrise", en *Auszüge aus Presseartikeln (AaP)*, Deutsche Bundesbank, n° 46, pp. 4-6.
- Weber, A. A. (2010), "Notenbankkommunikation als geldpolitischer Erfolgsfaktor", en *Auszüge aus Presseartikeln (AaP)*, Deutsche Bundesbank, pp. 3-5.

Entradas de capital: el papel de los controles^{*}

*Jonathan D. Ostry
Atish R. Ghosh
Karl Habermeier
Marcos Chamon
Mahwash S. Qureshi
Dennis B. S. Reinhardt*

I. Introducción y visión general

Como la economía mundial está empezando a salir de la crisis financiera, el capital está regresando a las economías de mercados emergentes (EME). Dichos flujos y, de manera más general, la movilidad del capital, permite a los países con ahorros limitados atraer financiamiento para proyectos productivos de inversión, fomentar la diversificación del riesgo de inversión, promover el comercio intertemporal, y contribuir al desarrollo de los mercados financieros. En este sentido, los beneficios de un libre flujo de capital entre fronteras son similares a los beneficios del libre comercio (Dell'Ariccia *et al.*, 2008), e imponer restricciones sobre la movilidad del capital significa privarse de, al menos en parte, estos beneficios, por causa de las distorsiones y de una asignación no adecuada de recursos a las que dan lugar los controles (ver Edwards y Ostry, 1992, para un ejemplo de la manera en que los controles de capital interactúan con otras distorsiones en la economía).

^{*} Traduce y publica el CEMLA, con la debida autorización, el estudio "Capital Inflows: The Role of Controls" (FMI-SPN/10/04) de J. D. Ostry, A. R. Ghosh, K. Habermeier, M. Chamon, M. S. Qureshi y D. B. S. Reinhardt. Texto original en inglés © del FMI. Agradecemos a Olivier Blanchard y a José Viñals por su orientación con este proyecto y a Chikako Baba, Reza Baqir, Suman Basu y Annamaria Kokenyne por su contribución al artículo. Las opiniones expresadas son las de los autores y no deben ser atribuidas al FMI, a su Directorio Ejecutivo o a su administración. La traducción y cualquier error u omisión es responsabilidad del CEMLA. Correos de contacto: {jostroy@imf.org, aghosh@imf.org, khabermeier@imf.org, mchamon@imf.org, mqureshi@imf.org, y dennis.reinhardt@graduateinstitute.ch}.

A pesar de estos beneficios, muchas EME están preocupadas porque el reciente aumento repentino de entradas de capital podría causar problemas a sus economías. Muchos de esos flujos se perciben como temporales, lo que refleja diferenciales de tasas de interés, que podrían devolverse al menos parcialmente, cuando las tasas de interés de política en las economías avanzadas retornen a niveles más normales. Desde esta perspectiva, los controles de capital son nuevamente noticia.¹ Una preocupación ha sido que las entradas masivas de capital podrían llevar a una reacción excesiva del tipo de cambio (o simplemente fuertes apreciaciones que compliquen de manera significativa el manejo económico) o infle burbujas de los precios de los activos, lo cual podría ampliar la fragilidad financiera y el riesgo de crisis. De manera más general, luego de la crisis, los formuladores de políticas de nuevo están considerando la idea de que los flujos de capital sin restricciones son un fenómeno fundamentalmente benigno y que todos los flujos financieros son el resultado de decisiones racionales de inversión, solicitud de préstamos u otorgamiento de préstamos. Las preocupaciones en cuanto a que los inversionistas extranjeros puedan estar sujetos a un

¹ Los casos recientes incluyen a Brasil y Taiwán provincia de China. Los artículos de Acuerdo del FMI reconocen que generalmente los miembros pueden ejercer controles que son necesarios para regular los movimientos internacionales de capital (artículo VI, inciso 3). En cambio, el derecho general de los miembros para regular los movimientos internacionales de capital está calificado por las obligaciones de los miembros sujetos a fiscalización del FMI según el artículo IV.

comportamiento de manada, y que sufran de optimismo excesivo, se han hecho más fuertes; e incluso cuando los flujos son fundamentalmente sólidos, se reconoce que pueden contribuir a un daño colateral, incluyendo burbujas y auges y caídas de activos.

La pregunta es por lo tanto cómo manejar de mejor manera los incrementos de las entradas que puedan plantear tanto retos de política prudencial como de política macroeconómica. Las herramientas se conocen bien e incluyen política fiscal, política monetaria, política de tipo de cambio, intervención del mercado de cambios, regulación prudencial a nivel nacional y controles de capital. Es claramente posible que la combinación adecuada de política dependa del estado de la economía (esto es, qué tan cerca está de su potencial); del nivel de reservas (¿es deseable o apropiado acumular más?); de la calidad de la regulación prudencial existente (¿pueden las herramientas prudenciales abordar efectivamente el auge o caída del ciclo del crédito o de los precios de los activos?); el ámbito que permita que la moneda se fortalezca (¿está la moneda sobrevaluada ya?); y de la posible persistencia de las entradas (con entradas permanentes es menos probable garantizar una respuesta de política que ante entradas transitorias).

Este documento analiza los argumentos acerca del manejo adecuado de los incrementos de las entradas de capital y se enfoca particularmente en las condiciones según las cuales se podrían justificar dichos controles. Una conclusión clave es que, si la economía está operando cerca del potencial, si el nivel de reservas es adecuado, si el tipo de cambio no está subvaluado y si es probable que los flujos sean transitorios, entonces el uso de controles de capital –además de las políticas prudencial y macroeconómica– se justificaría como parte de la serie de políticas para manejar las entradas. Por otra parte, tales controles pueden conservar potencia incluso si los inversionistas crean estrategias para evitarlos, siempre y cuando dichas estrategias sean más costosas que el rendimiento esperado de la transacción: el costo de las estrategias de evasión actúa como arena en las ruedas.

Por supuesto que un aspecto clave es saber si los controles de capital han funcionado en la práctica. Nuestro sentir es que el jurado aún está fuera de todo esto y que es difícil obtener datos para hablar fuertemente al respecto. Los controles parecen ser bastante efectivos en países que mantienen extensos sistemas de restricciones en

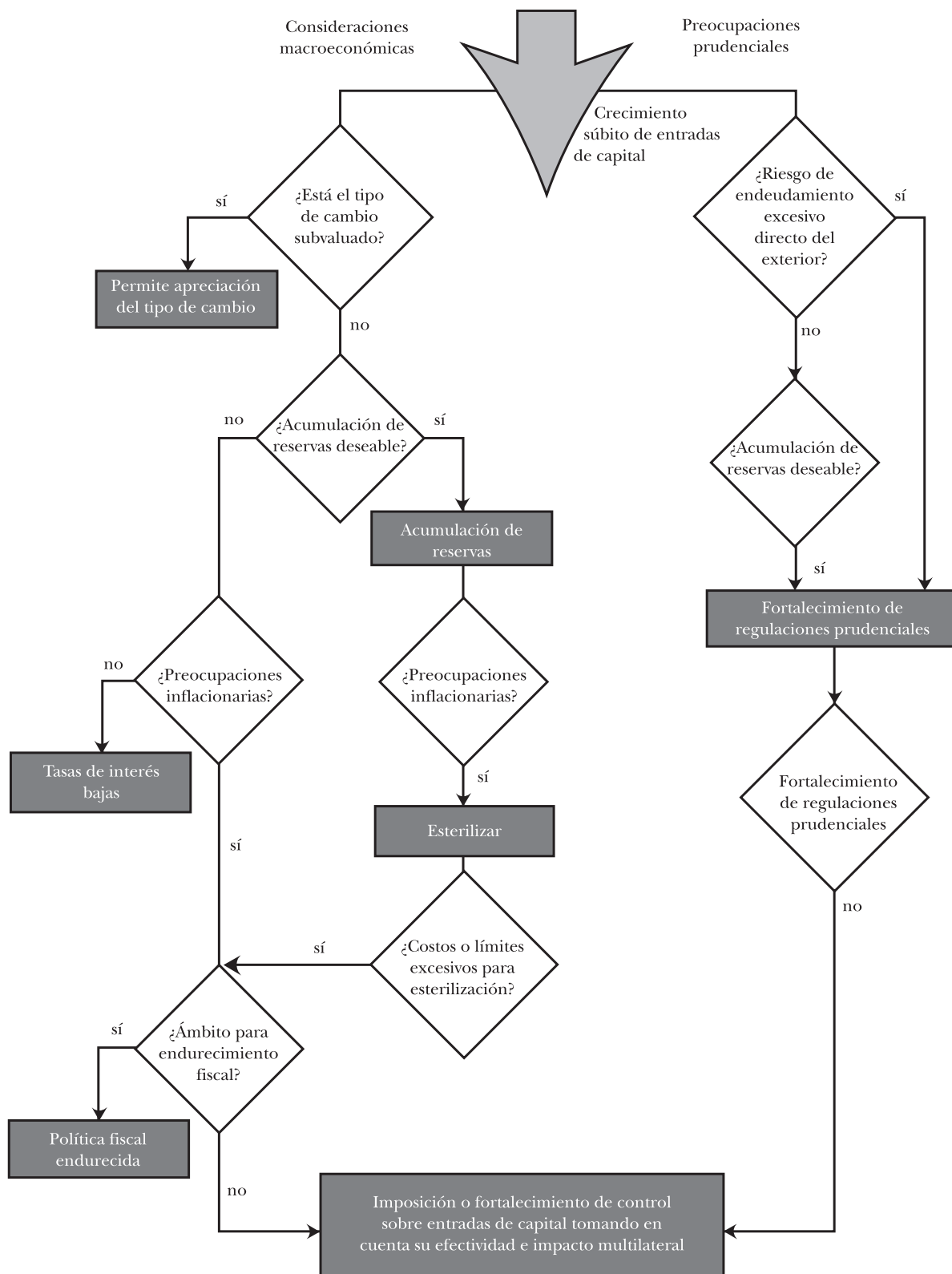
la mayoría de las categorías de flujos, pero el contexto actual se relaciona principalmente con la reimposición de controles por parte de países que tienen cuentas de capital muy abiertas. La evidencia parece ser más fuerte para los controles de capital que tienen un efecto sobre la composición de entradas que sobre el volumen agregado (aunque los modelos empíricos que vinculan las entradas agregadas a controles a menudo son objeto de una serie de objeciones, el más evidente, el sesgo de simultaneidad). Por ejemplo, en el caso de Chile y Colombia, los controles parecen tener cierto éxito para inclinar la composición de las entradas hacia estructuras de pasivos menos vulnerables (por ejemplo, De Gregorio *et al.*, 2000; y Cárdenas y Barrera, 1997).

Mediante el análisis de la crisis actual, nuestros propios resultados empíricos sugieren que los controles destinados a lograr una estructura de pasivos externos menos riesgosa pagaron dividendos hasta el grado de reducir la fragilidad financiera. Un giro interesante es que algunos flujos de inversión extranjera directa (IED) podrían ser menos seguros de lo usual. En particular, algunos aspectos registrados como sector financiero de IED podrían estar encubriendo una acumulación de deuda intragrupal en el sector financiero y, de ese modo, parecer más semejantes a deuda en términos de riesgo. Este punto resuena bien con la experiencia de países emergentes de Europa durante la crisis reciente.²

Sin embargo, una advertencia importante para el uso de controles de capital por país, se relaciona con la posibilidad de consecuencias adversas multilaterales. Ante las circunstancias actuales, la recuperación global depende del ajuste de la política macroeconómica en las EME, las cuales podrían debilitarse por los controles de capital, especialmente en los casos donde las divisas están subvaluadas. La adopción generalizada de los controles por parte de las EME podría exacerbar los desequilibrios globales y desacelerar otras reformas necesarias –una preocupación crítica en la actualidad, cuando la recuperación mundial sostenida depende de un reequilibrio de la demanda mundial y de las fuentes de crecimiento en distintos países. Adicionalmente, los

² La vulnerabilidad de los países emergentes europeos después de la crisis reciente y la fuerte dependencia de la región en cuanto a capital de grupos de banca extranjera, en particular los de Europa Occidental, requirió de esfuerzos (que culminaron con la iniciativa de coordinación de bancos europeos) para inducir a los bancos matrices a mantener su volumen crediticio a sus filiales.

DIAGRAMA 1. FRENTE A SURGIMIENTOS DE ENTRADAS DE CAPITAL: CONSIDERACIONES MACROECONÓMICAS Y PRUDENCIALES^a



^a Desde la perspectiva de un país individual, sin tomar en cuenta consideraciones multilaterales; acerca de la efectividad de los controles, ver la sección III.

controles impuestos por algunos países también podrían llevar a otros a adoptarlos: la adopción generalizada de controles podría tener un impacto escalofriante a más largo plazo en la integración y globalización financiera, con pérdidas significativas de producto y de bienestar. Las dimensiones multilaterales por supuesto deben tomarse en cuenta en la evaluación de los méritos de las regulaciones de cada país.

El resto del presente artículo está organizado de la siguiente manera: La sección II explica la justificación de los controles de capital como parte del paquete de políticas para hacerle frente a los incrementos repentinos de entradas de capital. La sección III examina la evidencia empírica de estudios pasados y de la crisis actual con respecto a la efectividad de los controles, incluyendo la yuxtaposición de regulaciones prudenciales. La sección IV concluye.

II. Respuesta a las entradas de capital

A pesar de que los flujos de capital para los países de mercados emergentes y desarrollados son generalmente bienvenidos –puesto que brindan financiamiento a menos costo y señalan la confianza del mercado en los aspectos fundamentales de la economía– los incrementos súbitos pueden complicar la gestión macroeconómica y crear riesgos financieros. En el frente macroeconómico, la preocupación es que el incremento conduzca a una apreciación del tipo de cambio y menoscabe la competitividad del sector transable– y posiblemente provoque daños prolongados, incluso cuando las entradas disminuyan o se reviertan. La preocupación principal desde la perspectiva de la fragilidad financiera es que las grandes entradas de capital pueden llevar a un endeudamiento exterior excesivo y a riesgo de divisas, lo que quizá alimentaría auges de crédito interno (en particular, los denominados préstamos en moneda extranjera) y burbujas de activos (con efectos adversos importantes en el caso de una reversión súbita). ¿Podrían tales inquietudes justificar la imposición de controles de la entrada de capitales –no sólo desde la perspectiva de cada país, sino también tomando en cuenta consideraciones multilaterales? La respuesta es sí –en ciertas circunstancias. Aunque en la práctica, las consideraciones tanto de fragilidad financiera como de fragilidad macroeconómica son relevantes para una decisión acerca de imponer controles de capital o no, es

analíticamente útil pensar en cada una por separado (diagrama 1).³

1) Implicaciones macroeconómicas

¿Cómo debería responder un país a un incremento en las entradas? Es posible que la respuesta de política apropiada sea multifacética, según las circunstancias que el país esté enfrentando:

- *Apreciación del tipo de cambio.* La primera pregunta es si se debería permitir que el tipo de cambio se aprecie o no. A pesar de que algunos países con frecuencia se preocupan por que una apreciación podría dañar la competitividad del sector comercial, aquí el contexto multilateral es fundamental: si el tipo de cambio está subvaluado desde una perspectiva multilateral, la respuesta apropiada sería permitir que el tipo de cambio nominal se aprecie pasivamente en respuesta a las entradas de capital. Pero cuando el tipo de cambio ya está sobrevaluado (o apenas en equilibrio), y hay preocupaciones acerca del impacto de una apreciación en la competitividad, se requiere de una respuesta política más proactiva.
- *Acumulación de reservas...* La siguiente pregunta se refiere a si el país tiene un nivel relativamente bajo de reservas extranjeras (por ejemplo, desde una perspectiva de precaución) y si sería deseable contar con alguna acumulación de reservas mayor. Si es así, las entradas de capital podrían representar una útil oportunidad de aumentar las tenencias de reservas del banco central.
- *... y esterilización.* Si existen preocupaciones por la inflación, el aumento que resulta en la oferta monetaria se podría esterilizar por medio de operaciones de mercado abierto o, de forma más general, con la correspondiente reducción en el crédito interno.⁴ Sin embargo,

³ Ver Baqir *et al.* (2010) para un flujograma relacionado; ver Ghosh *et al.* (2008) para un análisis de respuestas apropiadas de política a las entradas de capital y un balance positivo de presiones de pago.

⁴ Con las condiciones de crédito constantes –de manera que la esterilización de las entradas de capital reemplace el crédito interno por crédito externo– podría ser necesario una reducción mayor que la correspondiente en el volumen de crédito interno dado que el crédito externo sería ofrecido por lo general a una tasa de interés más baja (ajustando incluso las expectativas del tipo de cambio).

existen límites para la esterilización.⁵ Los mercados financieros nacionales pueden no ser suficientemente desarrollados para absorber un aumento significativo de bonos de esterilización y existe un costo fiscal asociado con el diferencial entre el interés pagado en los bonos nacionales y el interés que se gana en las reservas (particularmente en el ambiente actual de bajo rendimiento). Por otra parte, la esterilización quiere decir que las tasas de interés nacionales siguen siendo altas en términos relativos, perpetuando las entradas (en especial si los mercados estiman que, debido a costos fiscales u otros, la política de acumulación de reserva sería eventualmente abandonada y se le permitirá apreciarse al tipo de cambio).

Si el banco central ha agotado las posibilidades de esterilización y los riesgos de perder el control monetario, o si no quiere acumular más reservas (y se asume que más apreciación del tipo de cambio no sea apropiada), se deberá de tratar de reducir las entradas mediante políticas macroeconómicas o métodos más directos.

– Política fiscal y monetaria. La respuesta política debería ser la reducción de las tasas de interés y así reducir los incentivos para las entradas, y el endurecimiento de la política fiscal – particularmente cuando las entradas de capital son generadas por la expansión fiscal– reduciendo de ese modo las presiones de apreciación de la moneda.⁶ Sin embargo, si la economía está en riesgo de recalentamiento y hay presiones inflacionarias, reducir las tasas de interés no es una opción de política atractiva y ambas consideraciones políticas y los rezagos de implementación podrían limitar el alcance de la consolidación fiscal.

– Controles de las entradas de capital. En vista de entradas sustanciales de capital, una respuesta política puramente macroeconómica

⁵ Otras formas de esterilización incluyen aumentar los encajes legales que no incurrir en costo fiscal (especialmente si las reservas no son remuneradas) aunque su uso excesivo puede conducir a una desintermediación financiera no deseable.

⁶ Cardarelli, Elekdag, y Kose (2007) suministran evidencia de que la apreciación real y el crecimiento de la demanda se contuvo más en países que respondieron a las entradas de capital que aplicaron una política fiscal más rígida. En cambio, a veces existe la tentación política de evitar hacer los ajustes fiscales necesarios y basarse más bien en los controles de capital.

puede no ser suficiente en las circunstancias de algunos países (tal y como antes se describió) y los controles de las entradas de capital podrían formar una parte útil de la serie de políticas.⁷ En particular, esto es cierto acerca de los incrementos transitorios dado que es posible que la apreciación de la moneda sea temporal mientras que el daño al sector comercial (por medio de efectos de histéresis) puede ser más permanente. Si se espera que el aumento en los flujos sea más persistente, por contraste, la economía debería ajustarse al tipo de cambio real más alto (en forma permanente), particularmente mientras que los controles pierden su efectividad con el tiempo y de ese modo necesitan que se les refuerce de manera continua lo que conduciría a más y más distorsiones.

2) Fragilidad financiera

Más allá de los efectos macroeconómicos, las entradas de capital –especialmente cierto tipo de pasivos– pueden hacer que el país se vuelva más vulnerable a una crisis financiera. Un ejemplo obvio es la deuda versus los flujos patrimoniales, en donde éste último permite un mayor riesgo compartido entre acreedor y deudor. Las entradas de capital también pueden alimentar el auge de préstamos internos incluyendo el denominado crédito en moneda extranjera que es especialmente peligroso si se extiende a prestatarios que no tienen una cobertura natural (por ejemplo particulares en lugar de exportadores). De forma más general, no es plausible que el comportamiento gregario y el excesivo optimismo de los acreedores extranjeros acoplado con deudores miopes que subestiman las divisas extranjeras y los riesgos de liquidez pueda llevar a préstamos exteriores que estén por debajo de lo óptimo desde una perspectiva de fragilidad financiera. Con base en estas consideraciones, las publicaciones teóricas arrojan un orden de importancia de las entradas de capital, en orden decreciente de riesgo, con instrumentos a corto plazo más riesgosos que los de largo plazo dentro de cada categoría:

⁷ La literatura no proporciona pruebas inequívocas de la efectividad o digresión relativa de controles basados en precios versus controles administrativos. Los países tienden a utilizar tipos de control de prácticas pasadas con los que están más familiarizados –la ventaja evidente es que la implementación es más sencilla tanto para las autoridades como para el sector bancario.

- deuda en moneda extranjera,
- deuda en moneda local indexada por el precio al consumidor,
- deuda en moneda local,
- cartera de inversión de capital, e
- inversión extranjera directa.

En tiempos normales, la regulación prudencial del sistema bancario nacional, como (posiblemente cíclicos) requerimientos y límites de capital de préstamos en moneda extranjera a deudores no cubiertos, podría ser suficiente. Pero una vez más, en vista de grandes entradas de capital que pueden alimentar auges de crédito, los controles en las entradas pueden respaldar regulaciones prudenciales –en particular, si es posible dirigirse a los flujos que conducen a mayores vulnerabilidades.⁸ Por ejemplo, los requerimientos de reserva no remunerados de deuda en moneda extranjera pueden estar acostumbrados a reducir el préstamo externo en moneda extranjera e incluso si esto alienta la sustitución a otras formas de deuda externa, los riesgos se reducen.⁹ Los impuestos al ingreso de capitales sobre las deudas a corto plazo reducen el precio diferencial entre deuda a corto y a largo plazo e inducen a vencimientos más largos. El tamaño óptimo del impuesto depende del pánico del riesgo de liquidez, tamaño y costo social asociado de ajuste fiscal y la elasticidad de sustitución entre la deuda con vencimientos diferentes. Los impuestos sobre transacciones financieras son relativamente más costosos para las operaciones de acarreo de corto plazo y pueden disuadir tales flujos. Las estadías mínimas requeridas son un método directo para alargar el vencimiento de los pasivos.

3) Otras consideraciones

Incluso si un análisis a lo largo de las líneas esbozadas por encima de los puntos para la adopción de controles de capital, es necesario considerar algunos otros factores:

⁸ Excesivos límites en los bancos podrían conducir a desintermediación y proliferación de instituciones financieras no reguladas. (Wakeman-Linn, 2007.)

⁹ Tal tipo de política será menos efectiva si los inversionistas extranjeros superan las restricciones, por ejemplo, haciendo contratos de operaciones de canje de divisas.

a) Efectividad

El primer y más obvio aspecto tiene que ver con la efectividad de los controles. Esto depende de si el país tiene algunos controles y por ende, si el aparato administrativo ya está implementado. Para países que tienen una cuenta de capital sustancialmente cerrada, el reforzamiento de los controles será más fácil (pero podría haber menos necesidad de que estos países impidan más entradas de capital). Para los fines actuales es más relevante el caso de países con cuentas de capital sustancialmente abiertas que necesitarán diseñar e implementar nuevos controles y quizá reforzarlos con el tiempo, en vista de la elusión, sin crear distorsiones excesivas. A menudo se subestima la importancia de este factor.

b) Control de las salidas

Segundo, aunque el análisis en este artículo está confinado a controles sobre las entradas, relajar los controles en las salidas puede tener también un impacto en las entradas netas agregadas y por consiguiente, en el tipo de cambio y otras variables económicas. Pero la dirección del impacto no es clara. Por una parte, liberalizar las salidas de capital puede reducir las entradas netas porque algunas de ellas se ven compensadas por las salidas. Por otra parte, un mayor aseguramiento de que el capital se puede repatriar puede hacer que el país sea un destino aún más atractivo para los inversionistas extranjeros.

c) Consideraciones multilaterales

Tal y como se enfatizó anteriormente, cualquier decisión de imponer controles de capital requiere tomar en cuenta las repercusiones multilaterales.¹⁰ En el más básico nivel, la mayor inquietud es el uso generalizado de controles de capital por parte de las economías de mercados emergentes (EME) que podría tener efectos nefastos en la adjudicación eficiente de inversión entre países, reduciendo ganancias de comercio intertemporal (activos) tanto como los aranceles limitan las ganancias del comercio de bienes (dentro del periodo).

El uso generalizado de controles, en especial de países de importancia sistémica, podría asimismo

¹⁰ Al punto que las entradas de capital a las EME son generadas por el ambiente de política en economías avanzadas, ellas necesitan tomar en cuenta las implicaciones multilaterales de sus políticas.

impedir los pasos necesarios para atender los desequilibrios globales. Podría permitir que los países eviten la apreciación de las monedas donde éstas están subvaluadas y donde la apreciación se necesita para respaldar el reequilibrio de la demanda global. Es claro que al grado en que las monedas de algunos países estén subvaluadas con relación a alguna noción de equilibrio de mediano plazo (por ejemplo ver, Lee *et al.*, 2008), la primera mejor política –como ya se señaló anteriormente– sería permitir que las monedas se refuercen en respuesta a las entradas de capital; esto tendría también el efecto positivo de una perspectiva multilateral de los crecientes déficit de cuenta corriente (reducción de excedentes) de manera consistente con la reducción del alcance de los desequilibrios de cuenta corriente global. En contraste, la adopción de controles por parte de países con monedas subvaluadas podría redireccionar los flujos a países con menos capacidad de absorberlas, por lo tanto agregándose a las presiones sistémicas y corriéndose el riesgo claro de una respuesta popular de proteccionismo financiero generalizado.

Además, la adopción de controles por parte de algunos países podría ocasionar que otros hicieran lo mismo: los controles, por lo tanto, pueden ser contagiosos. En la medida en que los controles de capital compliquen el manejo de las entradas para otros países, los cuales podrían ver aún más capital fluyendo en su dirección, éstos podrían ser considerados como una política para empobrecer al vecino. Finalmente, mientras que estas consideraciones por lo general advierten contra la imposición de controles, cabe destacar que las consideraciones multilaterales no militan sin ambigüedades contra la imposición de controles. Por ejemplo, en la medida en que tales controles reducen especialmente formas riesgosas de entradas de capitales, éstos también pueden reducir la demanda por precaución de los de países por reservas; lo que serviría entonces a reducir los desequilibrios globales y a contribuir a la estabilidad sistémica.¹¹

En resumen, existen dos razones principales por las cuales los gobiernos podrían querer imponer controles de capital –para limitar la

apreciación del tipo de cambio y para limitar la vulnerabilidad a la crisis debido a formas excesivas o particularmente riesgosas de endeudamiento externo. Mientras que otras herramientas –políticas macroeconómicas y regulaciones prudenciales– siempre deben desplegarse, la lógica sugiere que controles de entradas de capital diseñados en forma apropiada podrían complementarlos de forma conveniente en ciertas circunstancias, especialmente en vista de incrementos de entradas temporales. Los controles serían de manera normal temporales como medio de contrarrestar los incrementos. Aumentos más duraderos de las entradas tienden a proceder de factores más fundamentales y requerirán un ajuste económico más fundamental –aunque evidentemente no siempre es fácil decir cuando un incremento es temporal o cuando augura una tendencia persistente.¹²

III. Entradas, fragilidades, y controles: algunos hechos estilizados

El análisis anterior sugiere ciertas circunstancias en las cuales los controles de capital podrían ser útiles para fines prudenciales o de manejo macroeconómico. ¿Pero son efectivos en la práctica? Esta sección examina los hechos estilizados, revisando los estudios existentes y explotando el experimento natural de la crisis financiera mundial para ver si los controles de capital y la naturaleza de los flujos de capital precrisis han tenido alguna influencia en la forma en que las EME se desarrollaron en la crisis actual (en un apéndice de este artículo se incluyen más detalles de los resultados empíricos).

1) Evidencia empírica existente

La efectividad de los controles de capital requiere ser juzgada contra los objetivos buscados al momento de imponerlos, lo que puede incluir una reducción del volumen de entradas y la limitación de la apreciación del tipo de cambio mediante la alteración de la composición de vencimientos de las entradas para reducir la fragilidad

¹¹ Ver Ghosh, Ostry, y Tsangarides (2010) para un análisis acerca de cómo la reducción de la demanda preventiva de reservas contribuiría a la estabilidad sistémica ayudando a reducir los desequilibrios mundiales y a evitar un repentino punto de no retorno en la demanda de activos de reserva mayores.

¹² Una regla general es que los flujos que empujan el tipo de cambio real hacia el equilibrio son probablemente más persistentes que los flujos que contribuyen al exceso. Para un análisis del comportamiento cíclico de varios tipos de flujo de capital, consultar Becker *et al.* (2007), pp. 8-9, que argumenta que los flujos bancarios son mucho más aptos a reversión que otro tipo de entradas (cartera e IED).

financiera y suministrar independencia de política monetaria adicional.

A pesar de que los estudios individuales de país a menudo encuentran poco o ningún impacto de los controles de capital en el volumen agregado de entradas (cuadro 1), algunos análisis transversales entre países sugieren que, al menos entre los países que enfrentaron algún incremento súbito de entradas, aquellos con controles experimentaron incrementos menores.¹³ Por supuesto, con todo lo demás constante, un país con una cuenta de capital cerrada experimentará entradas menores que un país con una cuenta capital ampliamente abierta. La efectividad de los controles para regular las entradas depende por lo tanto de que tan extensivos son, de si el país mantiene la infraestructura administrativa e institucional necesaria para aplicar los controles y los incentivos que los inversionistas tienen para superarlos. La falta de evidencia convincente de la efectividad de los controles para reducir el volumen total de entradas quizá refleja: *i*) las medidas de control relativamente marginales adoptadas por las EME en años recientes; *ii*) el hecho de que los controles de capital son a menudo impuestos o reforzados como parte de un paquete general de respuestas de política, haciendo que sea difícil aislar su efecto; *iii*) dificultad para medir la intensidad de los controles de capital; y *iv*) problemas econométricos de identificación –por ejemplo, si los países que están enfrentando grandes entradas son los que imponen controles, no es de sorprender que los estudios econométricos no encuentren relación, o incluso una positiva, entre los controles y la magnitud de las entradas de capital. Por otro lado, la reciente ola de controles de capital también incluyó restricciones en posiciones derivadas (por ejemplo, en Colombia) que destacan la profundización y sofisticación de los mercados financieros en las EME y la posible complejidad para evaluar los efectos de los controles. Dado que la mayoría de estudios no encuentra mucho impacto de los controles en los volúmenes agregados de entrada, usualmente tampoco

¹³ Ver Cardarelli, Elekdag y Kose (2007) que encontraron que, entre los países que afrontaban entradas repentinas, aquellos que tenían controles experimentaron entradas menores –2% del PIB en episodios con *altos* controles de capital comparados con 4% del PIB en instancias en las que el país tuvo controles bajos o no tuvo ninguno. En un panel de economías de mercados emergentes, Kim, Qureshi y Zalduendo (2010) encontraron igualmente que los controles están asociados a incrementos menores.

encuentran mucho efecto en la apreciación del tipo de cambio.¹⁴

2) Evidencia de la crisis financiera mundial

Los estudios empíricos por lo general tienen más éxito para encontrar algún impacto de los controles de capital en la autonomía de política monetaria¹⁵ y en la composición de las entradas – en particular, extendiendo su vencimiento (recuadro 1, gráfica I).¹⁶ Esto plantea la pregunta siguiente, si limitar (ciertos tipos) las entradas de capital es útil para reducir la fragilidad financiera. La reciente crisis financiera mundial ofrece un experimento natural al respecto, con diferencias en cómo las EME ofrecen luz en cuanto a si ciertos tipos de entradas de capitales plantean un mayor riesgo de fragilidad financiera, y si los controles de las entradas estuvieron asociados en efecto a las vulnerabilidades reducidas.

Una primera mirada a la estructura de pasivos extranjeros de las EME y su resiliencia en la crisis actual sugiere que las grandes existencias de pasivos y de las IED en el sector financiero (IED financieras) están asociadas con las peores desaceleraciones del crecimiento (gráfica AI). Análisis de regresión más formales respaldan este hallazgo: países con existencias más grandes de activos de deuda o IED financiera estuvieron peor en la

¹⁴ Ver Gallego, Hernández, y Schmidt-Hebbel (1999) y De Gregorio *et al.* (2000) para Chile; y Clements y Kamil (2009) para Colombia. En cambio Edwards y Rigobon (2009) utilizando un modelo GARCH descubrieron que una rigurosidad de los controles llevó a la depreciación de la tasa de cambio nominal dentro de su banda en Chile.

¹⁵ De Gregorio *et al.* (2000) encontraron que los controles de capital permitieron al banco central de Chile dirigirse a una tasa de interés nacional más alta en un periodo de seis a 12 meses; Ma y McCauley (2008) y Hutchison *et al.* (2009) encontraron que los diferenciales de interés son significativos y persistentes en China e India los cuales mantienen controles de capital más extensos. Sin embargo, Ghosh, Ostry y Tsangarides (2010) encontraron menor autonomía monetaria en países con tipos de cambio fijos comparados con regímenes más flexibles incluso en países con cuentas de capital relativamente cerradas.

¹⁶ Ver Ariyoshi *et al.* (2000), quienes examinaron la experiencia con controles de capital de cinco países (Brasil, Chile, Colombia, Malasia y Tailandia) en 1990 para limitar las entradas de corto plazo. De Gregorio *et al.* (2000), Cardoso y Goldfajn (1998), Cárdenas y Barrera (1997), y Goh (2005) encontraron que los controles pueden alargar el vencimiento de las entradas. Evidentemente, un hallazgo de un efecto de la composición de las entradas revela la falta de un hallazgo en volúmenes agregados, a menos que se esté dispuesto a creer que la sustitución entre diferentes tipos de afluencia de capital sea perfecta.

Cuadro 1

CASOS SELECCIONADOS DE MEDIDAS DE CONTROL DE ENTRADAS DE CAPITAL

País	Año	Controles	Estudio	¿Los controles de entradas de capital ...		
				reducen el volumen de flujo netos?	alteran la composición?	reducen las presiones de tipo de cambio?
Brasil	1993-97	—Impuesto explícito de los flujos de capital en inversiones del mercado bursátil, préstamos del exterior, y ciertas transacciones de moneda del exterior.	Cardoso y Goldfajn (1998)	Sí (CP)	Sí (CP)	
			Reinhart y Smith (1998)	Sí (CP)	Sí (CP)	
			Ariyoshi et al (2000)	Sí (CP)	Sí (CP)	
			—Controles administrativos (en el acto prohibiciones en contra, o requerimientos para vencimiento mínimo, ciertos tipos de entradas).	Edison y Reinhart (2001)	No	No
		Carvalho y García (2008)	Sí (CP)		No	
Chile	1991-98	—Introdujo encaje legal no remunerado (ELNR) sobre préstamos del exterior, luego ampliado para cubrir flujos que no son de deuda, American Depository Receipts, e IED potencialmente especulativo. —Aumentó la tasa de descuento	Valdes-Prieto y Soto (1998)	No	Si	No
			Le Fort y Budnevich (1997)	No		Si
			Larraín, Laban y Chumacero (1997)	No	Si	
			Cardoso y Laurens (1998)	Sí (CP)	Si	No
			Reinhart y Smith (1998)	Sí (CP)	Sí (CP)	
			Edwards (1999)	No	Si	No
			Gallego y Schmidt-Hebbel (1999)	Sí (CP)	Sí (CP)	No
			Ariyoshi <i>et al.</i> (2000)	No	No	No
			De Gregorio, Edwards y Valdés (2000)	No	Si	Sí (CP)
			Edwards y Rigobon (2009)			Si
Colombia	1993-98	—Introdujo ELNR en préstamos del exterior (limitado a préstamos con vencimientos hasta 18 meses) y ampliado posteriormente para cubrir ciertos créditos comerciales.	Le Fort y Budnevich (1997)	Sí (CP)	Si	Si
			Cárdenas y Barrera (1997)	No	Si	
			Reinhart y Smith (1998)	No	No	
			Ariyoshi <i>et al.</i> (2000)	No	No	No
	2007-08	—Introdujo ELNR de 40% sobre préstamos del exterior y entradas de cartera —Límites impuestos en las posiciones de derivados de moneda de bancos (500% de capital)	Concha y Galindo (2008)	No	Si	
			Cárdenas (2007)	No	Sí (CP)	
Clements y Kamil (2009)			No	Si	No	
Croacia	2004-08	—Introdujo encajes mínimos marginales prudenciales sobre financiamiento externo bancario.	Jankov (2009)		No	

Cuadro 1 (concluye)

País	Año	Controles	Estudio	¿Los controles de entradas de capital ...		
				reducen el volumen de flujo netos?	alteran la composición?	reducen las presiones de tipo de cambio?
Malasia	1994	Prohibición contra venta de valores de deuda a corto plazo e instrumentos de mercado monetario para no residentes y contra involucramiento de bancos comerciales en transacciones cambiarias no relacionadas con el comercio o transacciones a futuro con no residentes. —Techos de posición de pasivos netos de los bancos. —Requisito de depósito que no devenga intereses para bancos comerciales contra fondos en ringgits de bancos del exterior.	Ariyoshi <i>et al.</i> (2000) Tamirisa (2004)	Si	Si	Sí (CP) No
Tailandia	1995-96	—ELNR impuesto a cuentas en bahts de no residentes. —Introdujo límites asimétricos de posición abierta para desalentar la solicitud de préstamos del exterior. —Requisitos de información para bancos sobre medidas de control de riesgo en divisas y negociación de derivados.	Ariyoshi <i>et al.</i> (2000)	Si	Si	Si
	2006-08	— ELNR de 30% impuesto sobre divisas extranjeras vendidas o cambiadas contra bahts en instituciones financieras autorizadas (excepto para IED y montos que no se excedieran de USD20,000). Inversiones de acciones en empresas listadas en bolsa fueron exoneradas del ELNR.				
Evidencia en todo el país	.		Reinhart y Smith (1998) Montiel y Reinhart (1999) Edison y Reinhart (2001) Binici, Hutchison, y Schindler (2009)	Si (CP) No No	Si (CP) Si (CP) No No	No

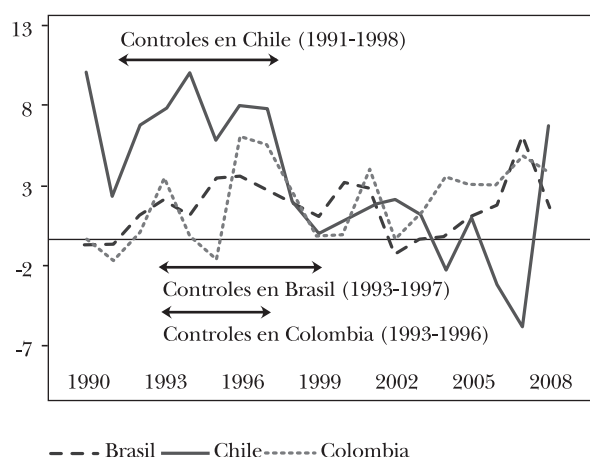
FUENTES: Magud, Reinhart y Rogoff (2007), ejecutivos del FMI.

RECUADRO I. EXPERIENCIAS DE PAÍSES CON CONTROLES SOBRE ENTRADAS DE CAPITAL DE CORTO PLAZO

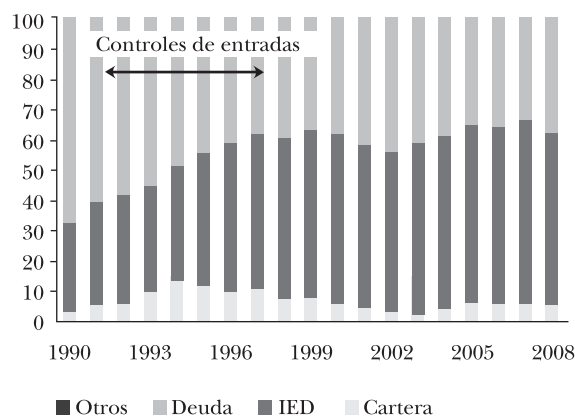
Acudir a los controles de capital para contrarrestar el surgimiento de las entradas de capital ha sido preponderante en los mercados emergentes. A veces los controles se imponen para mantener el control monetario a la vez que reducen las presiones sobre el tipo de cambio y se abordan las preocupaciones prudenciales en presencia de grandes entradas a corto plazo. La efectividad de tales controles es, sin embargo, un asunto muy debatido –las experiencias de los países varían, dependiendo en gran parte de la motivación y naturaleza de los controles, y de las características específicas del país tal como la capacidad administrativa para implementarlos.

Volumen de las entradas de capital. En general, resulta que los controles de capital tienen poco impacto en el volumen total de entradas de capital y por lo tanto en la apreciación de la moneda. Por ejemplo, la imposición de restricciones sobre las entradas de capital por parte de Brasil, Chile y Colombia en la década de los noventa no tuvo ningún impacto significativo sobre las entradas totales de capital ni tampoco se aliviaron las presiones sobre el tipo de cambio (gráfica I). De hecho, durante el periodo de sus controles de capital, el tipo de cambio efectivo real se apreció entre 5 y 4% por año en Brasil y Chile, respectivamente. En Tailandia, el tipo de cambio real empezó a apreciarse en un plazo de una semana posterior a la imposición de controles sobre flujos de corto plazo en diciembre del 2006. El episodio más reciente de controles de capital en Colombia (durante 2007-08) tampoco fue efectivo para reducir el volumen de entradas diferentes de IED o para moderar la apreciación de la moneda (Clements y Kamil, 2009).

GRÁFICA I. FLUJOS FINANCIEROS PRIVADOS NETOS, 1990-2008 (% del PIB)



GRÁFICA II. CHILE: COMPOSICIÓN DE LOS PASIVOS EXTERNOS, 1990-2008



FUENTE: Bases de datos del World Economic Outlook (FMI) y de Lane y Milesi-Ferreti actualizadas.

Composición de las entradas de capital. Sin embargo, los controles sobre las entradas de capital, pueden alterar la estructura de vencimiento y composición de tales ingresos. En Chile, por ejemplo, los controles parecen haber sido efectivos en alterar la composición de las entradas –la deuda a corto plazo como proporción del total de pasivos disminuyó, mientras que el saldo de IED aumentó de cerca de 34% en 1991 a 53% en 1998 (gráfica II). Cardoso y Laurens (1998) y Gregorio, Edwards y Valdés (2000) encontraron que el encaje legal no remunerado (ELNR) de Chile también fue efectivo en desviar la composición de las entradas de capital de los vencimientos a corto plazo. De forma similar, luego de que se impuso el ELNR en Colombia en 1993, la estructura de vencimiento de la deuda externa privada cambió en forma significativa –la participación de deuda a mediano y largo plazo aumentó a 70% del total del saldo de deuda externa en 1996, de 40% en 1993 (Ariyoshi *et al.*, 2000).

Preocupaciones prudenciales. Las preocupaciones de estabilidad financiera nacional que emergen debido a las grandes entradas de capital son abordadas a menudo mediante la introducción de medidas prudenciales ya sea con controles tradicionales de capital (administrativos y basados en el mercado) o bien como medidas independientes. Tales medidas podrían ser efectivas para reducir los desajustes de

moneda así como para limitar las entradas de deuda. Por ejemplo, Malasia introdujo requisitos prudenciales (como los límites asimétricos de posición abierta de los bancos) junto con controles temporales de capital para limitar las entradas de corto plazo en 1994. Las medidas fueron efectivas para influir en el volumen y en la composición de entradas a corto plazo. De manera similar, se considera que el fuerte marco prudencial implementado en Chile desempeñó un papel importante al complementar los controles de capital para afectar la composición de entradas de capital (Ariyoshi *et al.*, 2000). La imposición de medidas prudenciales de Croacia –incluyendo el requisito de encaje legal marginal sobre el financiamiento externo bancario durante 2004-08– en respuesta a inquietudes relacionadas con el alto crecimiento del crédito que desencadenaron las entradas de capital, fue igualmente efectiva para reducir la deuda externa bancaria en 2006-08 (Jankov, 2009).

Un asunto importante destacado por la experiencia de las EME es que la efectividad de los controles de capital y de las medidas prudenciales en términos de limitar las entradas, cambiar su composición y lograr los objetivos macroeconómicos deseados depende de la capacidad de implementación de los países de un modo crítico. En general, el impacto de los controles es de corta duración a medida que los mercados se ajustan a ellos. Se requiere una fuerte capacidad de aplicación como por ejemplo en Chile para identificar vacíos y evitar la evasión.

crisis actual mientras que aquellos con mayores existencias de IED no financiera se las arreglaron mejor (cuadro A1). Los hallazgos con respecto a la deuda y a las IED no financieras se ajustaron a la creencia generalmente aceptada: deuda representa obligaciones fijas para el deudor, con riesgo limitado compartido con el acreedor, mientras que la IED –especialmente la IED *greenfield*– no sólo tiene menos probabilidad de salvarse en una crisis, sino que también puede ser una fuente de financiamiento fresco. La mayor vulnerabilidad asociada con la IED financiera es más sorprendente. A pesar de que la IED financiera puede ser útil (muchos estudios –por ejemplo, Kose *et al.*, 2006– encuentran beneficios de la propiedad del banco extranjero), los resultados indican que algunos componentes de la IED financiera trajeron riesgos agregados –por ejemplo, la IED financiera puede reflejar préstamos de una casa matriz a una sucursal o afiliada local, lo cual puede ser más en la naturaleza de los flujos de deuda que de la IED no desarrollada.¹⁷

¿Por qué la deuda y algunos componentes de la IED son más riesgosos? Ambos están fuertemente asociados con auges de crédito y préstamos en moneda extranjera por el sistema bancario nacional, lo que a su vez está asociado con mayor vulnerabilidad (gráfica A.II, cuadro A.2). Es probable que sea un canal clave a través del cual estos flujos hacen al país más susceptible a la crisis. En cambio, es interesante que, la mayor

crisis de vulnerabilidad asociada con pasivos se mantiene, aún cuando se controla por auges de crédito y de préstamos en moneda extranjera –tal vez porque los hogares y las empresas pueden obtener préstamos directamente desde el extranjero (o los flujos son intermediados por medio de instituciones financieras no bancarias). En consecuencia, los controles que limitan las entradas de deuda (y los flujos de deuda registrados como IED financieras) pueden complementar de foma útil las regulaciones prudenciales tendientes a reducir los auges de crédito interno y de créditos en moneda extranjera sin cobertura.

En términos empíricos, parecer haber una asociación negativa entre los controles de capital que estuvieron implementados antes de la crisis mundial financiera y las reducciones de producto sufridos durante la crisis (cuadro A.3). A pesar de que la causalidad está lejos de establecerse, la evidencia empírica sugiere que el uso de los controles de capital estuvo asociado con evitar uno de los peores resultados de crecimiento asociado con fragilidad financiera.¹⁸ Además y consistentemente con la discusión anterior, son los controles en flujos de deuda los que están asociados de manera significativa con la evasión de la crisis. A pesar de que se requiere de más estudio, estos controles no están asociados con un menor crecimiento promedio en el periodo anterior a la crisis.

¹⁷ Puede notarse que la IED incluye préstamos entre una matriz y una subsidiaria, siempre y cuando la matriz tenga una participación de control en donde el controlar el interés se toma generalmente como una participación de propiedad de al menos 10%.

¹⁸ En una muestra de alrededor de 200 episodios de crisis en cerca de 90 países entre 1970 y 2007, Gupta, Mishra y Sahay (2007) reportan un resultado similar, a saber, que las bajas en el producto durante episodios de crisis son significativamente menores si hubo controles de capital antes de la crisis

IV. Conclusiones

No existe una sola medida de éxito seguro para tratar el impacto de las entradas de capital de corto plazo potencialmente desestabilizadoras. Desde un punto de vista individual de país, los elementos usuales del conjunto de herramientas para manejar las entradas incluyen la apreciación de moneda, acumulación de reservas, ajustes de política fiscal y monetaria y reforzamiento del marco prudencial. Sin embargo en algunas circunstancias, las soluciones usuales de política macro no serán apropiadas (por ejemplo, debido a que la inflación es una preocupación, por lo que bajar las tasas de política nacionales sería poco prudente, la moneda ya está muy fuerte, o las reservas son más que adecuadas). En otros, quizá no se puedan abordar en forma rápida las preocupaciones de fragilidad financiera sólo por medio del marco nacional prudencial. Por consiguiente, tanto por razones prudenciales como macroeconómicas, puede haber circunstancias en las cuales los controles de capital sean un legítimo componente de la respuesta de política a los incrementos en las entradas de capital.

Sin embargo, las dimensiones multilaterales son integrales para una perspectiva balanceada de la idoneidad de utilizar controles de capital para manejar las entradas. Aunque los controles pueden ser útiles para países individuales según ciertas condiciones, su uso generalizado podría tener efectos nefastos sobre la eficiente adjudicación de inversión entre países y dañar prospectos de crecimiento y recuperación global. Un mayor uso de controles podrían también llevar a la exclusión de políticas menos distorsionadas para manejar las entradas y contribuir al contagio, con países cuyas circunstancias individuales no justifican el uso de controles que escogen adoptar restricciones de las entradas. La adopción generalizada de controles podría también contribuir a ampliar los desequilibrios globales, especialmente si los países implementaron restricciones con moneda subvaluadas como medio para resistir la apreciación. Por el contrario en la medida en que los controles reducen la demanda preventiva de reservas reduciendo las entradas del dinero especulativo y especialmente de formas riesgosas de pasivos, que podrían contribuir a reducir los desajustes mundiales y por ende mejorar la estabilidad sistémica. Un marco multilateral que rijan la reimposición de controles, mediante el balance de diversas consideraciones, podría ser útil para manejar los derrames en todo el país.

La perspectiva de este artículo es por lo tanto que los controles de capital son una legítima parte del conjunto de herramientas para administrar las entradas de capital en ciertas circunstancias, pero que una decisión sobre su uso podría reflejar una comparación de las distorsiones y costos de implementación que ella pudieran imponer y los beneficios de volver a ganar el control macro de política y de reducir la fragilidad financiera. Existe una necesidad de regular las reevaluaciones para garantizar que los controles de capital siguen siendo la respuesta adecuada en el tanto se mantengan. Por otra parte, esta nota enfatiza también que cualquier uso de los controles de capital deberá internalizar hasta donde sea posible los peligros sistémicos que pudieran resultar de la adopción generalizada de controles por un amplio número de países.

Apéndice

Entradas, fragilidades, y controles: algunos datos empíricos

Este anexo analiza algunos datos empíricos simples acerca de la manera en que las EME se las arreglaron en la actual crisis financiera mundial para inferir: *i*) si ciertos tipos de entrada de capitales presentaban mayor riesgo de fragilidad financiera; *ii*) las razones por las cuales estas entradas eran más riesgosas; y *iii*) si los controles de capital de estas entradas estaban efectivamente asociados a la reducción de vulnerabilidades. El ejemplo consta de 37 EME, y su desempeño en la crisis actual se midió como el crecimiento promedio en el 2008 y el 2009 relativo al promedio histórico del país (crecimiento real del PIB, 2003–07).¹⁹

1) Estructuras vulnerables de pasivos del exterior

¿Existe alguna relación entre la estructura de pasivos del exterior de país y su resiliencia en la crisis actual? En el cuadro A.1 (columna 1) se presentan los resultados del análisis de regresión para comparar la resiliencia de crecimiento en la

¹⁹ La muestra completa consta de 50 EME, pero las limitaciones de datos restringen la muestra a un máximo de 37 países. Los resultados aquí reportados son sólidos para la exclusión de los valores atípicos y para alternar definiciones de la variable dependiente (por ejemplo, utilizando la tasa promedio del crecimiento real en 2008-09 como la variable de la crisis).

Cuadro A. 1

COMPOSICIÓN DE FLUJOS Y DISMINUCIÓN DE CRECIMIENTO DEL PRODUCTO, 2008-2009^a

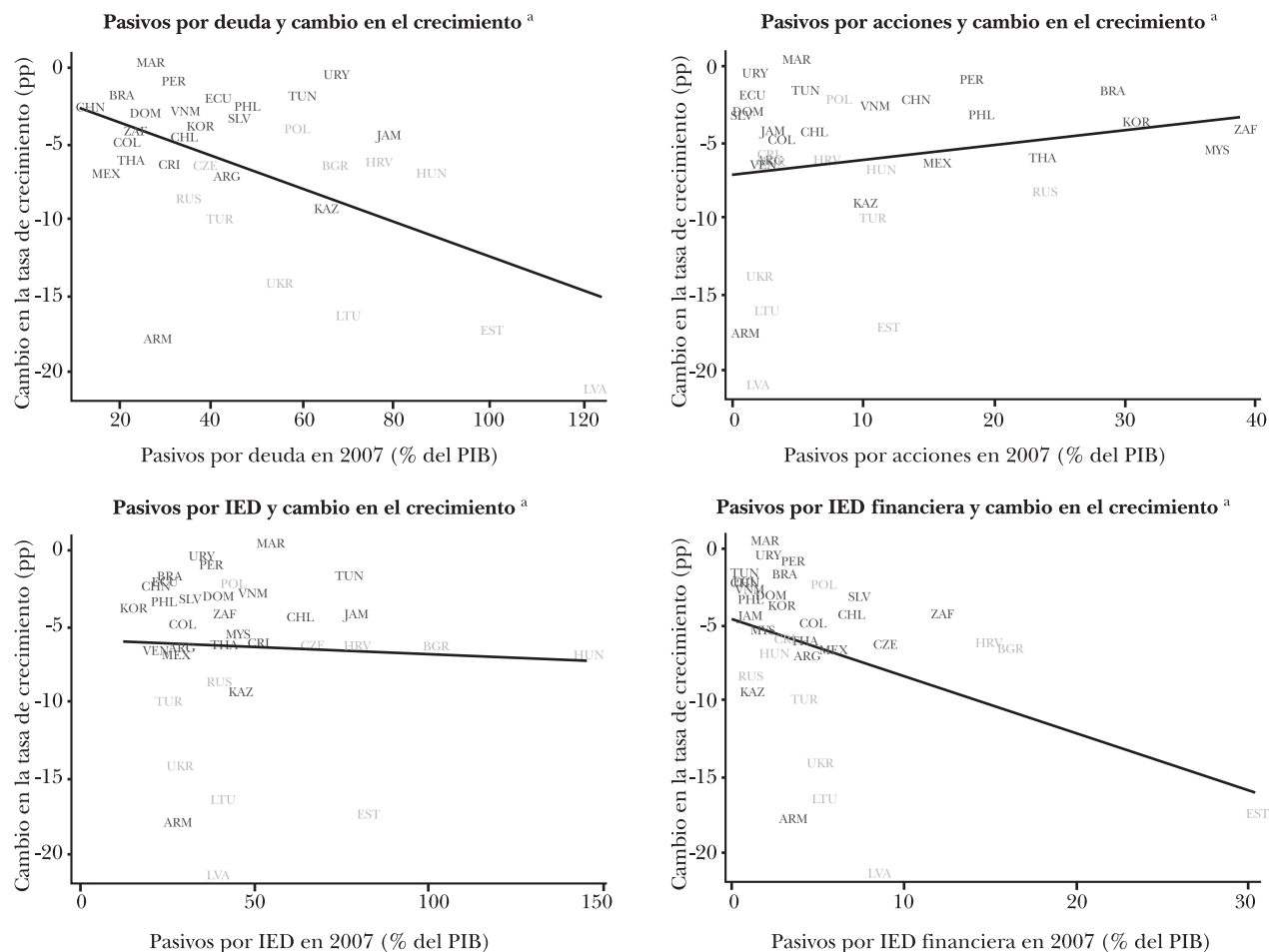
	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]	[6]	[7]
Pasivos del exterior ^b							
IED no financiera (% del PIB, 2007)	-0.071 ^f (0.031)	-0.086 ^g (0.030)			-0.087 ^g (0.027)	-0.090 ^g (0.028)	-0.087 ^g (0.024)
IED financiera (% del PIB, 2007)	0.195 ^f (0.087)	0.134 (0.087)			0.002 (0.145)	0.021 (0.106)	-0.045 (0.157)
Pasivos de deuda (% del PIB, 2007)	0.116 ^g (0.036)	0.116 ^g (0.032)			0.102 ^f (0.065)	0.091 ^g (0.041)	0.084 ^e (0.053)
Pasivos de acciones (% del PIB, 2007)	-0.047 (0.064)	-0.039 (0.051)			-0.057 (0.041)	-0.040 (0.065)	-0.061 (0.053)
Crédito del Sistema Bancario Nacional							
Crédito en moneda extranjera (% del PIB, 2007)			0.153 ^g (0.0534)		0.043 (0.069)		0.008 (0.057)
Cambio de crédito/ PIB de 2003 a 2007				0.151 ^g (0.051)		0.101 ^e (0.051)	0.100 (0.064)
Otros regresores:							
Crecimiento de socios comerciales ^c		-0.048 ^f (0.022)	-0.018 (0.019)	-0.038 ^f (0.016)	-0.054 ^f (0.025)	-0.047 ^f (0.020)	-0.053 ^f (0.022)
Cambio de términos de comercio ^d		-0.122 (0.099)	-0.017 (0.122)	0.0162 (0.100)	-0.084 (0.102)	-0.068 (0.101)	-0.029 (0.113)
Constante	3.49 (2.19)	0.873 (1.545)	2.857 ^f (1.69)	1.814 (1.138)	1.532 (1.785)	1.64 (1.495)	2.253 (1.504)
Observaciones	35	334	30	33	30	33	29
R ²	290.43	0.608	0.411	0.473	0.619	0.717	0.727

^a Variable dependiente definida como crecimiento promedio en 2003–07 menos crecimiento promedio en 2008–09. El coeficiente positivo indica que el regresor está asociado a una mayor reducción de la tasa de crecimiento real del PIB. ^b Existencias a finales del 2007 (en porcentaje del PIB) con la base de datos actualizada de Lane y Milesi-Ferretti (2007). Desglose de IED en sectores financieros y no financieros con base en estimaciones de Reinhardt (2009). ^c Tasa de crecimiento promedio anual real en socios comerciales durante 2008–09 ponderada por exportación promedio a PIB en 2003–07 (en porcentajes). ^d Cambio porcentual anual promedio en términos de comercio entre 2008–09. ^e Errores estándar robustos en paréntesis y denotan significancia estadística a niveles de 1%. ^f Errores estándar robustos en paréntesis y denotan significancia estadística a niveles de 5%. ^g Errores estándar robustos en paréntesis y denotan significancia estadística a niveles de 10%.

crisis con la estructura de pasivos del exterior (acciones, como porcentaje del PIB, a finales del 2007) –IED financiera, IED no financiera, deuda y capital patrimonial. Hasta cierto punto, los resultados se ajustan a la creencia generalmente aceptada: en promedio, países con mayores existencias de pasivos de deuda estuvieron peor, mientras que países con IED no financiera se las arreglaron de mejor manera. Esto no es sorprendente en la medida en que los pasivos de deuda (especialmente transacciones de moneda extranjera) implicaron obligaciones fijas para el

deudor, compartiendo el riesgo con el acreedor de manera más limitada. La IED, especialmente la IED *greenfield*, no sólo tiene menos posibilidades de salvarse en una crisis, sino que también puede ser una fuente de financiamiento adicional. Esto no es para sugerir que la IED en el sector financiero sea necesariamente mala: por el contrario, una serie de estudios han encontrado efectos positivos de la presencia de la banca del exterior tanto en periodos de crisis como en periodos de calma (ver, por ejemplo, Kose, Rogoff, y Wei, 2006). Sin embargo, parece que algunos

GRÁFICA A. I. PASIVOS DEL EXTERIOR Y REDUCCIÓN DEL CRECIMIENTO (en puntos porcentuales)



FUENTES: Base de datos del Panorama Económico Mundial del FMI, base de datos actualizada de Lane y Milesi-Ferretti (2007), Reinhart (2009), Reinhart (2009) y cálculos del personal del FMI.

^a Reducción de crecimiento definida como tasas de crecimiento promedio en 2008–09 relativa a 2003–07.

componentes de la IED financiera conllevaban riesgos agregados. Una razón es que, en la muestra, la IED pudo haber estado capturando préstamos de una casa matriz para una subsidiaria, lo cual trae riesgos similares a los de los flujos de deuda.²⁰

2) Canales de riesgo

¿Por qué la deuda y algunos componentes (que se presume son similares a deuda) de la IED financiera son más riesgosos? Primero, los auges de crédito y un acervo mayor de crédito en moneda extranjera están fuertemente asociados a

²⁰ Nótese que la inversión extranjera directa incluye préstamos entre una matriz y una subsidiaria, siempre y cuando la matriz tenga una participación de control que generalmente se toma como una participación de propiedad de al menos 10%.

mayor vulnerabilidad, según se midió por un mayor descenso del crecimiento del producto (cuadro A.1, columnas 4 y 5). Segundo, estas entradas están fuertemente correlacionadas tanto con los auges de crédito como con mayor cantidad de préstamos en moneda extranjera por parte del sistema bancario nacional (cuadro A.2, columnas 1 y 2).

Se deduce que un canal mediante el cual la IED financiera y los flujos de deuda contribuyen a fragilidad financiera podría ser alimentando auges de crédito nacional, incluso en moneda extranjera. Consecuentemente, los esfuerzos para limitar los flujos de pasivos de deuda y flujos de deuda registrados como IED financiera pueden complementar regulaciones prudenciales encaminadas a reducir los auges de crédito nacional y préstamos en divisas sin cobertura.

Por otra parte, es digno de notar que los pasivos

Cuadro A. 2

AUGES DE CRÉDITO Y CRÉDITO DEL SISTEMA BANCARIO EN MONEDAS DEL EXTERIOR^a

	Variable dependiente	
	Crédito en moneda extranjera (% del PIB, 2007) ^a	Cambio en crédito/PIB ^b
IED financiero (% del PIB, 2007)	1.305 ^d (0.346)	0.914 ^c (0.398)
Pasivos de deuda (% del PIB, 2007)	0.389 ^d (0.071)	0.258 ^c (0.104)
Constante	-8.044 ^d (2.838)	-0.031 (0.045)
Observaciones	31	34
R ²	0.75	0.31

^a Crédito del sistema bancario en moneda extranjera (% del PIB). ^b Cambio en crédito del sistema bancario/PIB durante 2003-07. ^c Errores estándar robustos en paréntesis y denotan significancia estadística a niveles de 5%. ^d Errores estándar robustos en paréntesis y denotan significancia estadística a niveles de 10%.

de deuda del exterior permanecen significativamente asociados a la resiliencia del peor crecimiento, incluso después de controlar los auges del crédito interno del sistema bancario y de préstamos en moneda extranjera (cuadro A.1, columnas 6 y 7). Esto se debe a que el sector privado no financiero (corporaciones, hogares) podría estar en posibilidad de pedir prestado directamente en el extranjero (o intermediado por el sector financiero no bancario nacional). Como tal, incluso si la regulación prudencial fuera perfectamente capaz de reducir los auges de crédito (incluyendo moneda extranjera) por parte de los bancos nacionales, podría ser un caso para reducir los pasivos de deuda sobre la base de que contribuyen a riesgo de crisis.²¹

3) Controles de capital y fragilidad financiera

La discusión anterior sugiere que ciertos tipos de flujo de capital –deuda y algunas formas de IED financiera– contribuyen a la vulnerabilidad de la crisis, ayudando en parte (aunque no de forma exclusiva) a alimentar el auge de créditos

²¹ Gallego y Hernández (2003) encontraron que los controles están asociados a un apalancamiento menor y a mayor resiliencia sobre las ganancias retenidas. Sin embargo, pueden tener un mayor impacto en algunas empresas más que en otras; Forbes (2007) argumenta que los controles de afluencia en Chile impusieron una limitante financiera sobre todo para las empresas pequeñas.

Cuadro A. 3

CRISIS DE CRECIMIENTO Y CONTROLES DE CAPITAL^a

	[1]	[2]	[3]	[4]
Controles sobre ^b				
Entradas generales	-2.026 ^c (1.043)	-2.644 ^f (1.329)		
Entradas de IED			-0.032 (1.206)	1.939 (1.583)
Entradas de acciones			2.057 (1.376)	3.443 ^f (1.722)
Entradas de bonos			-4.054 ^c (2.294)	-8.548 ^f (3.708)
Crecimiento de socios comerciales ^c		-0.010 (0.012)		-0.030 ^f (-0.014)
Cambio en términos de comercio ^d		-0.107 ^f		-0.145 ^c
Constante	-0.712 ^c (0.385)	-1.480 ^c (0.812)	-0.900 ^f (0.351)	-3.097 ^g (0.882)
Observaciones	37	37	37	37
Seudo-R ²	0.117	0.240	0.168	0.368

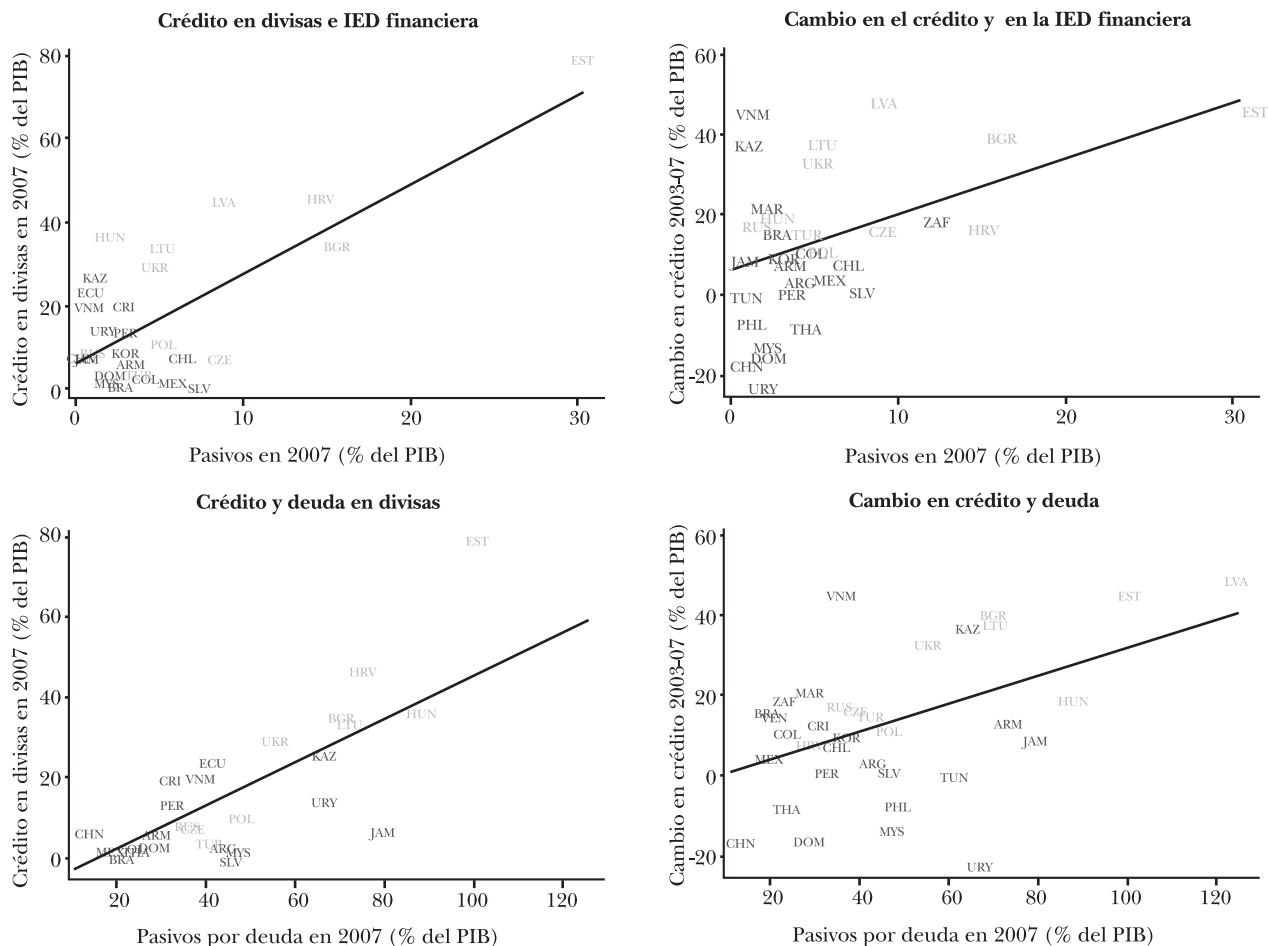
^a La crisis se codificó como igual a uno si la reducción del crecimiento real del PIB del país (2008-09 relativa a 2003-07) está en el percentil 10 más bajo de la muestra. ^b Controles de capital con base en el índice de Schindler (2009) promediado en 2000-05 (el último año cubierto en la base de datos es 2005). ^c Tasa de crecimiento real anual promedio en socios comerciales en 2008-09 ponderada por promedio exportación a PIB en 2003-07 (en porcentaje). ^d Cambio de porcentaje anual promedio en términos de comercio durante 2008-09. ^e Errores estándar robustos en paréntesis y denotan significancia estadística a niveles de 1%. ^f Errores estándar robustos en paréntesis y denotan significancia estadística a niveles de 5%. ^g Errores estándar robustos en paréntesis y denotan significancia estadística a niveles de 10%.

nacionales. ¿Pero existe alguna indicación de que los controles de capital han ayudado a limitar la fragilidad financiera? Específicamente, ¿los países que tuvieron implementados controles sobre las entradas durante los años que llevaron a la crisis resultaron ser menos vulnerables a la crisis financiera mundial?

Aunque los resultados sólo deben tomarse como correlaciones sugestivas, resulta que tales países lograron ciertamente arreglárselas mejor en la crisis actual. Esta asociación se muestra más claramente cuando se consideran las crisis –es decir, reducciones grandes en las tasas de crecimiento del producto (cuadro A.3, columnas 1 a 3).²² A pesar de que la causalidad está lejos de

²² El cuadro A3 reporta los resultados de una regresión

GRÁFICA A. II. PASIVOS DEL EXTERIOR Y SISTEMA BANCARIO



FUENTES: Base de datos del Panorama Económico Mundial del FMI, base de datos actualizada de Lane y Milesi-Ferretti (2007), Reinhardt (2009), Reinhardt (2009), datos del país del FMI y cálculos del personal del FMI.

establecerse, la evidencia empírica sugiere que el uso de controles de capital estuvo asociado a evitar algunos de los peores resultados de crecimiento relacionados con fragilidad financiera.²³ Además, es consistente con la discusión anterior en el sentido de que los controles de flujos de deuda están asociados significativamente a evitar crisis. A pesar de que se requiere de más estudio, estos controles no están asociados a un menor

probit cuando la variable dependiente crisis se define como una desaceleración real del PIB que está en el decil más bajo de la muestra, correspondiente a una disminución del crecimiento real del PIB (promedio 2008-09 relativo a 2003-07) de cerca de 10 puntos porcentuales.

²³ En una muestra de alrededor de 200 episodios de crisis en aproximadamente 90 países entre 1970-2007, Gupta, Mishra y Sahay (2007) señalan un resultado similar. De manera específica, ellos encontraron que la caída del producto durante episodios de crisis era significativamente menor si existieron controles de capital antes de la crisis

crecimiento promedio en el periodo anterior a la crisis.²⁴

En resumen, los controles de capital en algunos tipos de entrada podrían complementar de forma útil las regulaciones prudenciales para limitar la fragilidad financiera y ser parte del conjunto de herramientas. En particular, ayudando a alimentar los auges de crédito, especialmente en moneda extranjera, los pasivos de deuda, incluyendo deuda registrada como IED financiera,

²⁴ Con la ayuda de un panel de 50 EME entre 1995-2005 tanto la simple correlación entre el crecimiento real del PIB y los controles de capital produjeron resultados positivos pero sobre todo insignificantes estadísticamente; aumentando la regresión con determinantes de crecimiento estándar (convergencia de ingreso, inversión, capital humano, choques de términos de comercio, apertura de comercio, balance fiscal, crecimiento de la población) también produjeron coeficientes insignificantes de controles de capital; aplican las advertencias econométricas usuales.

parecen traer vulnerabilidades significativas a la economía. A pesar de que es difícil encontrar evidencia definitiva, en particular sobre los vínculos causales entre las diversas variables, los simples aspectos empíricos presentados anteriormente al menos sugieren estas conclusiones.

Referencias

- Ariyoshi, Akira, Karl Habermeier, Bernard Laurens, Inci Ötker-Robe, Jorge Ivan Canales-Kriljenko, y Andrei Kirilenko (2000), *Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization*, Fondo Monetario Internacional, Washington (IMF Occasional Paper, n° 190).
- Baqir, Reza, Rupa Duttagupta, Alison Stuart y Guillermo Tolosa (2010), *Unorthodox Ways To Cope with Capital Inflows*, texto mimeografiado, Fondo Monetario Internacional, Washington.
- Becker, Torbjorn, Olivier Jeanne, Paulo Mauro, Jonathan D. Ostry y Romain Ranciere (2007), *Country Insurance: The Role of Domestic Policies*, Fondo Monetario Internacional, Washington (IMF Occasional Paper, n° 254).
- Bianchi, Javier (2009), *Overborrowing and Systemic Externalities in the Business Cycle*, Federal Reserve Bank of Atlanta (Working Paper, n° 2009-24).
- Binici, Mahir, Michael Hutchison, y Martin Schindler (2009), *Controlling Capital? Legal Restrictions and the Asset Composition of International Financial Flows*, Fondo Monetario Internacional, Washington (IMF Working Paper, n° 09/208).
- Blanchard, Olivier (2007), “Current Account Deficits in Rich Countries”, *IMF Staff Papers*, vol. 54, n° 2.
- Broner, Fernando, Guido Lorenzoni y Sergio Schmukler (2007), *Why Do Emerging Economies Borrow Short Term?*, Universitat Pompeu Fabra, Department of Economics and Business (Economics Working Paper, n° 838).
- Burnside, Craig, Martin Eichenbaum y Sergio Rebelo (2001), “Hedging and Financial Fragility in Fixed Exchange Rate Regimes”, *European Economic Review*, vol. 45, pp. 1151-93.
- Caballero, Ricardo, y Guido Lorenzoni (2006), *Persistent Appreciations and Overshooting: A Normative Analysis*, texto mimeografiado, Massachusetts Institute of Technology, Cambridge, Massachusetts.
- Calvo, Guillermo (1998), “Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops”, *Journal of Applied Economics*, vol. 1, n° 1, pp 35-54.
- Cardarelli, Roberto, Selim Elekdag y Ayhan Kose (2007), “Managing Large Capital Inflows,” Chapter 3, *World Economic Outlook*, Fondo Monetario Internacional, Washington, octubre.
- Cárdenas, Mauricio (2007), *Controles de capitales en Colombia ¿Funcionan o no? Debate de coyuntura económica*, Fedesarrollo, Bogotá, diciembre.
- Cárdenas, Mauricio, y Felipe Barrera (1997), “On the Effectiveness of Capital Controls: The Experience of Colombia During the 1990s”, *Journal of Development Economics*, vol. 54, n° 1, octubre, pp. 27-57.
- Cardoso, Eliana, e I. Goldfajn (1998), “Capital Flows to Brazil: The Endogeneity of Capital Controls”, *IMF Staff Papers*, vol. 45, n° 1, pp. 161-202.
- Cardoso, Jaime, y Bernard Laurens (1998), *Managing Capital Flows-Lessons from the Experience of Chile*, Fondo Monetario Internacional, Washington (IMF Working Papers, n° 98/168).
- Carvalho, Bernardo S. de M., y Márcio G. P. Garcia (2008), “Ineffective Controls on Capital Inflows under Sophisticated Financial Markets: Brazil in the Nineties”, en S. Edwards y M. Garcia (eds.), *Financial Markets Volatility and Performance in Emerging Markets*, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts.
- Chang, Roberto, y Andrés Velasco (2000), “Banks, Debt Maturity and Financial Crises”, *Journal of International Economics*, vol. 51, pp. 169-19.
- Clements, Benedict J., y Herman Kamil (2009), *Are Capital Controls Effective in the 21st Century? The Recent Experience of Colombia*, Fondo Monetario Internacional, Washington (IMF Working Paper, n° 09/30).
- Concha, Álvaro, y Arturo J. Galindo (2008), *An Assessment of Another Decade of Capital Controls in Colombia: 1998-2008*, documento para la XIII Reunión de LACEA, Río de Janeiro.
- Danielsson, Jon, y Asgeir Jonsson (2005), “Countercyclical Capital Charges and Currency Dependent Economies”, *Financial Markets, Institutions & Instruments*, vol. 14, n° 5, pp. 329-48.
- De Gregorio, José, Sebastian Edwards y Rodrigo Valdés (2000), “Controls on Capital Inflows: Do They Work?”, *Journal of Development Economics*, vol. 63, n° 1, octubre, pp. 59-83.
- Dell’Ariccia, Giovanni, Julián di Giovanni, André Faria, Ayhan Kose, Paulo Mauro, Jonat-

- han D. Ostry, Martin Schindler y Marco Terrones (2008), *Reaping the Benefits of Financial Globalization*, Fondo Monetario Internacional, Washington (Occasional Paper, n° 264).
- Edison, Hali, y Carmen Reinhart (2001), "Stopping Hot Money", *Journal of Development Economics*, vol. 66, n° 2, diciembre, pp. 533-53.
- Edwards, Sebastian (1999), "How Effective Are Capital Controls?", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 13, n° 4, Fall, pp. 65-84.
- Edwards, Sebastian, y Jonathan D. Ostry (1992), "Terms of Trade Disturbances, Real Exchange Rates, and Welfare: the Role of Capital Controls and Labor Market Distortions", *Oxford Economic Papers*, vol. 44, pp. 20-34.
- Edwards, Sebastian, y Roberto Rigobon (2009), "Capital Controls on Inflows, Exchange Rate Volatility and External Vulnerability", *Journal of International Economics*, vol. 78, n° 2, julio, pp. 256-67.
- Eichengreen, Barry, y Ricardo Hausmann (1999), "Exchange Rates and Financial Fragility", en *New Challenges for Monetary Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City, pp. 329-68.
- Forbes, Kristin (2007), "The Microeconomic Evidence on Capital Controls: No Free Lunch", en Sebastian Edwards (ed.), *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences*, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts.
- Gallego, F., L. Hernández y K. Schmidt-Hebbel (1999), *Capital Controls in Chile: Effective? Efficient?*, Banco Central de Chile, Santiago (Working Paper, n° 59).
- Gallego, Francisco, y Leonardo Hernández (2003), "Microeconomic Effects of Capital Controls: The Chilean Experience During the 1990s", *International Journal of Finance and Economics*, vol. 8, n° 3, pp. 225-53.
- Ghosh, Atish, Jonathan D. Ostry y Charalambos Tsangarides (2010), *Exchange Rate Regimes and the Stability of the International Monetary System*, Fondo Monetario Internacional, Washington (Occasional Paper, n° 270).
- Ghosh, Atish, Manuela Goretti, Bikas Joshi, Uma Ramakrishnan, Alun Thomas y Juan Zaldueño (2008), *Capital Inflows and Balance of Payments Pressures—Tailoring Policy Responses in Emerging Market Economies*, Fondo Monetario Internacional, Washington (IMF Policy Discussion Paper, n° 08/2).
- Goh, Soo Khoon (2005), "New Empirical Evidence on the Effects of Capital Controls on Composition of Capital Flows in Malaysia", *Applied Economics*, vol. 37, n° 13, pp. 1491-1503.
- Gupta, Poonam, Deepak Mishra y Ratna Sahay (2007), "Behavior of Output During Currency Crises", *Journal of International Economics*, vol. 72, n° 2, pp. 428-50.
- Hutchison, Michael, Jake Kendall, Gurnain Pasricha y Nirvikar Singh (2009), *Indian Capital Control Liberalization: Evidence from NDF Markets*, New Delhi: National Institute of Public Finance and Policy (Working Paper, n° 2009-60).
- Jankov, Ljubinko (2009), *Spillovers of the Crisis: How Different Is Croatia?*, documento presentado en "Recent Developments in the Baltic Countries—What Are the Lessons for Southeastern Europe?", Oesterreichische Nationalbank, Vienna, 23 de marzo.
- Kim, Jun, Mahvash S. Qureshi y Juan Zaldueño (2010), *Surges in Capital Inflows*, texto mimeografiado, Fondo Monetario Internacional, Washington.
- Korinek, Anton (2008), *Regulating Capital Flows to Emerging Markets: An Externality View*, sin publicar, University of Maryland, College Park, Maryland.
- Korinek, Anton (2009), *Excessive Dollar Borrowing in Emerging Markets: Balance Sheet Effects and Macroeconomic Externalities*, sin publicar, University of Maryland, College Park, Maryland.
- Kose, Ayhan, Eswar Prasad, Kenneth Rogoff y Shang-jin Wei (2006), *Financial Globalization: A Reappraisal*, Fondo Monetario Internacional, Washington (IMF Working Paper, n° 06/189).
- Krugman, Paul (1987), "The Narrow Moving Band, the Dutch Disease and the Competitive Consequences of Mrs. Thatcher", *Journal of Development Economics*, vol. 27, pp. 41-55.
- Krugman, Paul (1998), *What Happened to Asia?*, sin publicar, Massachusetts Institute of Technology, Cambridge, Massachusetts.
- Lane, Phillip, y Gian Maria Milesi-Ferretti (2007), "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970-2004", *Journal of International Economics*, vol. 73, n° 2, pp. 223-250.
- Larraín, Felipe, Raúl Laban, y Rómulo Chumacero (1997), *What Determines Capital Inflows? An Empirical Analysis for Chile*, Harvard University, John F. Kennedy School of Government, Faculty Research, Cambridge, Massachusetts (Working Paper Series, n° R97-09).
- Le Fort, Guillermo, y Carlos Budnevich (1997), *Capital Account Regulations and Macroeconomic*

- Policy: Two Latin Experiences*, Banco Central de Chile, Santiago (Working Paper, n° 06).
- Lee, Jaewoo, Gian Maria Milesi-Ferretti, Jonathan D. Ostry, Alessandro Prati y Luca Ricci (2008), *Exchange Rate Assessments: CGER Methodologies*, Fondo Monetario Internacional, Washington (Occasional Paper, n° 261).
- Ma, Guonan, y Robert N. McCauley (2008), “Efficacy of China’s Capital Controls: Evidence from Price and Flow Data”, *Pacific Economic Review*, vol. 13, n° 1, pp. 104-23.
- Magud, Nicolás, Carmen Reinhart, y Kenneth Rogoff (2007), *Capital Controls: Myth and Reality, A Portfolio Balance Approach to Capital Controls*, Federal Reserve Bank of San Francisco, San Francisco.
- Miles, William (2004), “Effectiveness of Capital Controls: the Case of Brazil”, *Review of Development Economics*, vol. 8, n° 1, pp. 68-80.
- Montiel, Peter, y Carmen Reinhart (1999), “Do Capital Controls and Macroeconomic Policies Influence the Volume and Composition of Capital Flows? Evidence from the 1990s”, *Journal of International Money and Finance*, vol. 18, n° 4, pp. 619-35.
- Reinhardt, Dennis B. S. (2009), *Into the Allocation Puzzle - A Sectoral Analysis*, texto mimeografiado.
- Reinhart, Carmen, y Todd Smith (1998), “Too Much of a Good Thing: The Macroeconomic Effects of Taxing Capital Inflows”, en Reuven Glick (ed.), *Managing Capital Flows and Exchange Rates: Perspectives from the Pacific Basin*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Schindler, Martin (2009), “Measuring Financial Integration: A New Data Set”, *IMF Staff Papers*, vol. 56, n° 1, pp. 222-38.
- Schneider, Martin, y Aaron Tornell (2004), “Balance Sheet Effects, Bailout Guarantees and Financial Crises”, *Review of Economic Studies*, vol. 71, pp. 883-913.
- Tamirisa, Natalia (2004), *Do Macroeconomic Effects of Capital Controls Vary by Their Type? Evidence from Malaysia*, Fondo Monetario Internacional, Washington (IMF Working Paper, n° 04/3).
- Valdés-Prieto, Salvador, y Marcelo Soto (1998), “The Effectiveness of Capital Controls: Theory and Evidence from Chile”, *Empirica*, vol. 25, n° 2, pp. 133-64.
- Wakeman-Linn, John (2007), *Managing Large Scale Foreign Exchange Inflows: International Experiences*, sin publicar, Fondo Monetario Internacional, Washington.

Autoridades de los bancos centrales de América Latina y el Caribe, así como de otras instituciones colaboradoras del CEMLA

ASOCIADOS

BANCO CENTRAL DE BOLIVIA

DIRECTORIO. *Presidente:* Gabriel Loza Tellería; *Vicepresidente:* Rolando Marín Ibáñez; y, *Directores:* Hugo Dorado Aranibar, Gustavo Blacutt Alcalá, Ernesto Yáñez Aguilar y Rafael Boyán Téllez. **PERSONAL EJECUTIVO.** *Gerente General:* Eduardo Pardo; *Asesor Principal de Política Económica:* Raúl Mendoza Patiño; *Gerentes:* Misael Miranda Vargas (Entidades Financieras), David Espinoza Torrico (Operaciones Internacionales), Walter Orellana Rocha (Operaciones Monetarias), Wilma Pérez Paputsachis (Asuntos Legales), Wylma Guerra Montenegro (Administración), Alfredo Lupe Copatiti (Sistemas), Elizabeth Velasco Quiroga (Recursos Humanos); María Elena Cañipa (Auditoría Interna); *Subgerentes:* Ronald Pinto (Reservas), Mario Pereira Loza (Recuperación y Realización de Activos), Francisco Lecona (Operaciones Externas), Tatiana Quiroga (Sector Externo), Ricardo Pinell (Servicios Generales), Emilio Colque (Auditoría 1), Marcela Vargas (Auditoría 2) Marco Laguna Vargas (Investigaciones Especiales), María Angélica Aguilar (Análisis), Hugo Rodríguez (Operaciones de Mercado Abierto), Salomón Gonzales Salas (Asuntos Jurídicos), Mauricio Mancilla Quiroga (Análisis y Normas), Teresa Vera Paz (Sector Monetario y Fiscal), Rosario Pericón Rivera (Operaciones), Hubert Abasto (Infraestructura Informática), Marcos Ríos Vacaflor (Planificación y Control de Gestión), Rodolfo Saldaña Villegas (Operaciones del Sector Público), vacante (Relacionamiento Institucional y Transparencia), Abel Sanjinés (Tesorería), Ramiro Inchauste (Sistemas de Información); *Secretario de Directorio:* Álvaro Romero

Villavicencio; *Jefes de Departamento:* Denisse Salazar, a. i., Vladimir Fernández, Jorge Arispe Camacho, Arnaldo Pérez, Hugo Rocha Solares, Luis Idiaquez Peralta, Carlos Arcani, Juan Ticonipa Aguilar, Luis Palacios Yáñez, Rolando Moya Chumacera, Wilfredo Sillerico Gálvez, Édgar Revollo Patón, Carlos Ardiles Pinto, Elba Trujillo Infantes, Lexin Arandia, Jean Paul Guzmán Saldaña, Marco Antonio Peñaloza, Varinia Tindal, Tadeo Natusch, Carlos Valencia, José Luis Bernal, Gabriela Ergueta, María Angélica Fleitas, Pablo Calderón y Guillermo Perales.

(Información oficial, marzo del 2010)

BANCO CENTRAL DO BRASIL

Gobernador: Henrique de Campos Meirelles. **JUNTA DIRECTIVA.** *Subgobernadores:* Mário Magalhães Carvalho Mesquita (Política Económica), Aldo Luiz Mendes (Política Monetaria), Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo (Asuntos Internacionales), Alexandre Antônio Tombini (Organización y Regulación del Sistema Financiero), Alvir Alberto Hoffmann (Supervisión), Antônio Gustavo Matos do Vale (Liquidación Bancaria) y Anthero de Moraes Meirelles (Administración). *Consultores Principales:* Katherine Hennings (Política Económica), Ricardo Franco Moura (Política Monetaria), Dalmir Sérgio Louzada (Asuntos Internacionales), Otavio Ribeiro Damaso (Organización y Regulación del Sistema Financiero), Carlos Donizeti Macedo Maia (Supervisión), vacante (Liquidación Bancaria) y Everaldo José da Silva Júnior (Administración). *Secretarios:* Isaac Sidney Menezes Ferreira (Secretaría Ejecutiva), José Linaldo Gomes de Aguiar (Secretaría de

Relaciones Institucionales) y Henrique Machado (Secretaría de la Junta Directiva y asuntos del Consejo Monetario Nacional). *Asesores Especiales:* Luiz do Couto Neto (Asuntos Parlamentarios) y José Ribamar de Oliveira Júnior (Prensa). *Jefes de Departamento:* Francisco José de Siqueira (Legal), Osmare Bonincontro (Auditoría Interna), Jaime Alves de Freitas (Corregidoria General), Hélio José Ferreira (Defensoría del Pueblo), Adriana Soares Sales (Estudios e Investigaciones), Altamir Lopes (Investigación Económica), José Antônio Marciano (Operaciones Bancarias y Sistema de Pagos), Joao Henrique de Paula Freitas Simao (Operaciones de Mercado Abierto), Márcio Barreira de Ayrosa Moreira (Operaciones de Reservas Internacionales), Ronaldo Malagoni de Almeida Cavalcante (Relaciones Internacionales), Sérgio Odilon dos Anjos (Normas del Sistema Financiero), Luiz Edson Feltrim (Organización del Sistema Financiero), Osvaldo Watanabe (Supervisión Directa), Sidnei Corrêa Marques (Supervisión Indirecta), Gilson Marcos Balliana (Supervisión de Cooperativas e Instituciones no Bancarias), Ricardo Liao (Combate a Ilícitos Cambiarios y Financieros), Claudio Jaloretto (Control y Análisis de Procesos Administrativos Punitivos), Arnaldo de Castro Costa (Gestión de Informaciones del Sistema Financiero), José Irenaldo Leite de Ataíde (Liquidación Bancaria), Jefferson Moreira (Administración Financiera), João Sidney de Figueiredo Filho (Medio Circulante), José Clovis Batista Dattoli (Gestión de Personal), Miriam De Oliveira (Planeamiento y Organización), Jose Antonio Eirado Neto (Informática), Antônio Carlos Mendes Oliveira (Administración de Recursos Materiales) y José Domingos Correa (Seguridad). *Gerentes:* Eduardo Fernandes (Estudios Especiales), Renato Jansson Rosek (Relaciones con Grupos de Inversores), Isabela Ribeiro Damaso Maia (Riesgo de la Dirección de Política Monetaria), Geraldo Magela Siqueira (Regulación de Capital Extranjero y Cambios), Andreia Laís de Melo Silva Vargas (Relaciones de Supervisión), Deoclécio Pereira de Souza (Seguro Agrícola – PROAGRO) y André P. M. Mueller (Proyectos).

(Información oficial, marzo del 2010)

BANCO CENTRAL DE CUBA

Ministro-Presidente: Ernesto Medina Villaveirán
Primer Vicepresidente: Jorge Barrera Ortega. *Vicepresidentes:* René Lazo Fernández, Arnaldo Alayón Bazo, Francisco Mayobre Lence y Ana Rosa Sardiñas Jarel. *Superintendente:* Mercedes López

Marrero. *Tesorero:* Juan Luis Gamboa Santana. *Secretaria:* Marlié León Simón. *Auditor:* Jorge Torres Sanabria. *Directores:* Katerine Aliño Carballo (Estudios Económicos y Financieros), Carlos Pérez Soto (Política Monetaria), Yamile Berra Cires (Proyecciones), Isaac Hernández Pérez (Deuda Externa), Julio César Guerrero Valdés (Estadísticas Monetarias y Financieras), Nelson Martínez Díaz (Análisis de Instituciones), Nelson Pérez López (Desarrollo Estratégico), Rodolfo Roque Fuentes (Director de Gestión), Eduardo Hernández Roque (Sistema de Pagos), Rebeca López Marrero (Sucursal de Operaciones de Fondos Centralizados), Alberto J. Quiñones Betancourt (Sistemas Informáticos), Belkis Douglas Menéndez (Contabilidad), Julio Pérez González (Emisión y Valores), Gilma Rodríguez Madera (Recursos Humanos), Adolfo Cossío Recio (Centro Nacional de Superación Bancaria), Aracelis Cejas Rodríguez (Centro de Información Bancaria y Económica), Idania Torre Toledo (Regulaciones) José Luis Rodda Romero (Gestión General), Lourdes Oliva Campos (Análisis de Riesgo), Armando Mellado Rodríguez (Inspección) y Marta Lussón Argüelles (Investigaciones de Operaciones Financieras); *Adjuntos:* Benigno Regueira Ortega, Marta Sánchez Rumayor y Arminda García González.

(Información oficial, marzo del 2010)

BANCO CENTRAL DEL ECUADOR

DIRECTORIO. Presidente: Diego Borja Cornejo (Ministerio de Coordinación de la Política Económica); y *Secretario General:* Manuel Castro Muriello. *PERSONAL EJECUTIVO. Gerente General:* Christian Ruiz Hinojosa; *Subgerente General:* Verónica Legarda León; *Gerentes de Sucursal:* Daniel Peñaheirra Patiño (Mayor Guayaquil) y Fernando Andrade Amaya (Cuenca); *Directores Generales:* David Villamar Cabezas (Estudios), Andrés Arauz Galarza (Bancario), Francis Gaona Reyes (Servicios Corporativos) y Catalina Arboleda Abril (Recursos Humanos); *Auditor General:* Wilson Landázuri Mora; *Asesor Legal:* Santiago Salinas Jaramillo; *Director de Riesgos:* Kléver Mejía Caguasango; y *Secretario General:* Carlos Landázuri Camacho.

(Información oficial, marzo del 2010)

BANCO DE MÉXICO

JUNTA DE GOBIERNO. Gobernador: Agustín Carstens;

Subgobernadores: José-Julián Sidaoui Dib, Manuel Sánchez González, Guillermo Güémez García y Roberto del Cueto Legaspi. *Contralor:* Héctor-Reynaldo Tinoco Jaramillo. *Directores Generales:* David-Aarón Margolín Schabes (Operaciones de Banca Central), Manuel Ramos Francia (Investigación Económica), José-Gerardo Quijano León (Análisis del Sistema Financiero), Joaquín Araico Río (Administración), Francisco-Joaquín Moreno y Gutiérrez (Jurídica), Manuel Galán Medina (Emisión), Fernando-Alfredo Castañeda Ramos (Tecnologías de la Información) y Alejandro Alegre Rabiela (Planeación y Presupuesto). *Directores:* Javier Duclaud González de Castilla (Operaciones), Ricardo-Francisco Medina Álvarez (Sistemas Operativos y de Pagos), Samuel Alfaro Desentis (Análisis y Evaluación de Mercados), Teodoro-Gabriel Casas Saavedra (Trámite Operativo), Alfonso Guerra (Asuntos Internacionales), Daniel-Isaac Chiquiar Cikurel (Medición Económica), Mario-Alejandro Gaytán González (Análisis Macroeconómico), José-Antonio Muriello Garza (Sistematización de Información Económica y Servicios), Javier Salas Martín del Campo (Precios, Salarios y Productividad), Alberto Torres García (Estudios Económicos), Pascual O'Dogherty Madrazo (Análisis del Sistema Financiero), José-Cauahuétemoc Montes Campos (Información del Sistema Financiero), Gerardo-Mauricio Vázquez de la Rosa (Recursos Humanos), Juan-Manuel Sánchez Ramírez (Contabilidad y Presupuesto), Ignacio-Javier Estévez González (Recursos Materiales), José-Jacobo Delfín Ruiz (Seguridad), Fernando Corvera Caraza (Disposiciones de Banca Central), Humberto-Enrique Ruiz Torres (Jurídica), Raúl-Joel Orozco López (Intermediarios Financieros de Fomento), Alejandro-José García Kobeh (Planeación Estratégica), Gabriel-Alberto Vera y Ferrer (Coordinación de la Información), Enrique-Augusto Lobato Hernández (Programación y Distribución de Efectivos), Federico Rubli Kaiser (Relaciones Externas) y Octavio Bergés Bastida (Sistemas)

(Información oficial, febrero del 2010)

BANCO CENTRAL DEL PARAGUAY

DIRECTORIO. *Presidente:* Jorge Raúl Corvalán Mendoza; *Miembros Titulares:* Rolando Arrellaga Yaluk, Benigno María López Benítez y Luis Alberto Campos Doria. *Gerente General:* Jorge Aurelio Villalba Leguizamón. *Secretario General:* Alfredo César Florentín Venialgo. *Jefe de Gabinete de la*

Presidencia: Luis Adolfo Ortiz Acosta. *Superintendentes:* Édgar Virgilio Paredes Álvarez (Bancos) y Diego Arturo Martínez Sánchez (Seguros). *Coordinador de la Unidad Jurídica:* Aldo Javier Rodríguez González. *Gerentes:* Carlino Samuel Velázquez Martínez (Estudios Económicos), Carlos Daniel Benítez Vieira (Contabilidad y Finanzas), Isaac Rubén Aguilera Dávalos (Servicios Administrativos), Esteban Fortunato Cardozo (Desarrollo y Gestión Institucional), Miguel Marcial Portillo (Auditoría Interna), Raúl Alberto Irrazabal Alfonso (Operaciones Internacionales), Pedro de Jesús Acosta Bernal (Operaciones Nacionales) y José Rojas Dávalos (Tecnología de la Información). *Directores:* Hernán Melanio Colmán Rojas (Unidad Administradora del Fondo de Garantía de Depósito), Olga Beatriz Arguello de Jacquet (Centro de Recuperación y Pagos de la Garantía Estatal), Rafael Demetrio Lara Valenzuela (Departamento de Operaciones de Mercado Abierto), Fernando Ramón Santacruz Añazco (Unidad Ejecutora de Proyectos), María Epifania González de Rodríguez (Unidad Coordinadora del Sistema de Pagos) y Mariano Viveros Pineda (Departamento de Seguridad).

(Información oficial, marzo del 2010)

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Presidente del Directorio: Julio Velarde Flores. *Vicepresidente:* Carlos Raffo Dasso. *Directores:* Beatriz Boza Dibós, José Chlimper Ackerman, Alfonso López Chau Nava, Martha Rodríguez Salas y Abel Salinas Izaguirre. *Gerente General:* Renzo Rossini Miñán. *Gerentes:* Adrián Armas Rivas (Central de Estudios Económicos), Teresa Lamas Pérez (Información y Análisis Económicos), Jorge Estrella Viladegut (Política Monetaria), Marilyn Choy Chong (Central de Operaciones), Carlos Ballón Ávalos (Operaciones Monetarias y Estabilidad Financiera), Jorge Patrón Worm (Operaciones Internacionales), Juan Ramírez Andueza (Gestión de Circulante), Javier Olivera Vega (Central de Administración), Teresa San Bartolomé Gelicich (Recursos Humanos), Felipe Roel Montellanos (Tecnologías de Información), Arturo Pastor Porras (Compras y Servicios), José Ponce Vigil (Contabilidad y Supervisión), Pedro Menéndez (Riesgos), José Rocca Espinoza (Comunicaciones), Óscar Solís de la Rosa (Auditoría) y Manuel Monteagudo Valdez (Jurídica). *Secretaria General:* Dehera Bruce Mitrani.

(Información oficial, marzo del 2010)

BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

DIRECTORIO: *Presidente:* Mario Bergara Duque; *Vicepresidente:* vacante; y *Director:* Jorge Gamarra Sebastián. *Secretaria General:* Elizabeth Oriá Giordan. *Auditora Interna-Inspectora General:* Elizabeth Fungi Ordóñez. *Gerentes:* Hebert Bagnoli D'Imperio (Asesoría Jurídica), Umberto Della Mea Palumbo (Asesoría Económica), Alberto Graña García (Política Económica y Mercados) y Walter Morales Vega (Servicios Institucionales). *Superintendente:* Jorge Ottavianelli García (Superintendencia de Servicios Financieros). *Gerentes de Área:* Patricia Mills Raggio (Administrativo Jurídico), Jorge Christy Davies (Auditoría Interna), Susana Mattos Iralde (Inspección, Investigación y Control de Normas), Daniel Dominioni Ghiglia (Análisis Macroeconómico), Gerardo Licandro Ferrando (Investigaciones Económicas), Lourdes Erro Azcarate (Estadísticas Económicas), Pablo Oroño Berriolo (Sistema de Pagos), Gabriela Elizabeth Conde Vitureira (Gestión de Activos), Eduardo Ferrés Pacheco (Gestión Monetaria y de Pasivos), José Antonio Licandro Goldaracena (Política Monetaria y Programación Macroeconómica), Graciela Velázquez Prieto (Supervisión de Empresas de Intermediación Financiera), José Sarmiento Berra (Supervisión de Riesgos), Cristina Rivero Mores (Supervisión de Seguros, AFAP y Mercado de Valores), Luis Espinosa Teibo (Unidad de Información y Análisis Financiero), Lucila Rinaldi Fosalba (Administración y Sistemas), Jorge San Vicente Lofiego (Coordinación y Apoyo), Jorge Xavier Saldanha (Capital Humano y Desarrollo Organizacional), Norma Milán Carrasco (Contaduría), Rossana Sacco Santangelo (Desarrollo Estratégico y Presupuesto), José Luis Chulián Messano (Servicios y Seguridad) y Bruno D'Amado Rilla (Tecnología de la Información). *Intendentes:* Rosario Patrón Armada (Regulación Financiera) y Juan Pedro Cantera Sención (Supervisión Financiera).

(Información oficial, marzo del 2010)

BANCO CENTRAL DE VENEZUELA

DIRECTORIO. *Presidente:* Nelson Merentes; *Directores:* Armando León, José-Félix Rivas Alvarado, Rafael Crazut, José Salamat Khan, Bernardo Ferrán y Jorge Giordani (por el Ejecutivo Nacional). ADMINISTRACIÓN INTERNA: *Presidente:* Nelson Merentes; *Primer Vicepresidente-Gerente (a. i.):* Eudomar Tovar; *Vicepresidentes de Área:* Iván Gi-

ner (Estudios), Pascual Pinto (Operaciones Nacionales), Ramón Carpio (Operaciones Internacionales), María-Estrella Franco (Consultoría Jurídica), Carmen Coromoto Maza Ramos (Auditoría Interna), Luis-Eduardo Ortega Zamora, *a. i.* (Gerencia General Casa de la Moneda) y Juan Marcano (Administración). *Gerentes:* Francisco Sáez, *a. i.* (Programación y Análisis Macroeconómico), Carola Soto, *a. i.* (Operaciones Monetarias), Jesús Arvelo (Administración de Reservas Internacionales), Ramón Carpio, *a. i.* (Operaciones Cambiarias), Édgar Loyo, *a. i.* (Obligaciones Internacionales), Rubín Villavicencio M. (Relaciones Internacionales), Luis-Armando Rodríguez (Estadísticas Económicas), Harold Zavarce (Investigaciones Económicas), Manuela Silva (Recursos Humanos), Jesús Navas Blanco (Seguridad), Alexander Bottini (Finanzas), Cristobal Bonnin (Tesorería), Luis Laviosa (Análisis del Mercado Financiero), Mina Alcina (Sistemas e Informática), Isbett Camero, *a. i.* (Consultoría Jurídica Adjunta para Asuntos Monetarios y Financieros), Txomin Las Heras, *a. i.* (Comunicaciones Institucionales), José Madrid, *a. i.* (Planificación) y Javier Bringas (Oficina de Apoyo a la Cooperación y a los Estudios).

(Información oficial, marzo del 2010)

COLABORADORES

SUPERINTENDENCIA DEL SISTEMA FINANCIERO (EL SALVADOR)

CONSEJO DIRECTIVO. *Presidente y Superintendente:* Víctor Antonio Ramírez Najarro; *Directores Propietarios:* Sonia Alejandra López de Aguilar, Pedro Fausto Arieta Vega, Francisco José Morales E. y José Everardo Rivera; *Suplentes:* José Encarnación Hernández, Manuel Antonio Escobar Chávez, José Ernesto Carranza Martínez y Jorge Alberto Escobar Polanco. PERSONAL EJECUTIVO. *Intendentes:* William Durán (Riesgos y Conglomerados), Sigfredo Gómez (Otras Instituciones Financieras) y José-Franklin Hernández (Jurídico); *Directores:* Hilda Morena Segovia (Desarrollo Financiero), Julia del Carmen Zaldívar de Stephan (Administración y Finanzas), Ivette Rodríguez de Díaz (Informática) y Cristian Marcel Menjívar (Comunicaciones).

(Información oficial, marzo del 2010)

BANCO DE ESPAÑA

CONSEJO DE GOBIERNO. *Gobernador*: Miguel Fernández Ordóñez; *Subgobernador*: F. Javier Aríztegui; *Consejeros*: Jesús Leguina, Ángel-Luis López Roa, Guillem López, José-María Marín, Vicente Salas y Ana M^a Sánchez Trujillo; *Directora General del Tesoro y Política Financiera*: Soledad Núñez; *Vicepresidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores*: Fernando Restoy; *Secretario*: José-Antonio Alepuz; *Directores Generales*: Javier Alonso, José-Luis Malo de Molina, Jerónimo Martínez Tello, José-María Roldán, Pilar Trueba; y *Representante del Personal*: M^a Luisa Teijeiro. COMISIÓN EJECUTIVA. *Gobernador*: Miguel Fernández Ordóñez; *Subgobernador*: F. Javier Aríztegui; *Consejeros*: Ángel-Luis López Roa y Vicente Salas; *Secretario*: José-Antonio Alepuz; y, *Directores Generales*: Javier Alonso (Operaciones, Mercados y Sistemas de Pago), José-Luis Malo de Molina (Servicio de Estudios), José-María Roldán (Regulación), Jerónimo Martínez Tello (Supervisión) y Pilar Trueba (Servicios).

(Información oficial, marzo del 2010)

SUPERINTENDENCIA DE BANCOS (PANAMÁ)

JUNTA DIRECTIVA. *Presidente*: Nicolás Ardito-Barletta Vallarino. *Secretario*: Antonio Dudley Amstrong. *Directores*: Arturo Gerbaud de la Guardia, Jorge W. Altamirano-Duque y Félix B. Maduro. PERSONAL DIRECTIVO. *Superintendente*:

Alberto Diamond; *Secretario General*: Amauri A. Castillo; *Directores*: Pedro Chaluja (Asuntos y Proyectos Internacionales), Yanella Yanissely (Jurídica Bancaria), Liliana Pinilla (Supervisión Bancaria), Corina Guardia (Estudios Económicos), Alberto de León (Tecnología de Información), Raquel-Sandra Anaya (Administración y Finanzas), Evans Rivera (Relaciones Públicas), Martín Salazar (Integridad Institucional), René Menéndez (Regulación Bancaria) e Ileana Chen (Recursos Humanos).

(Información oficial, febrero del 2010)

BANCO LATINOAMERICANO DE COMERCIO EXTERIOR, S. A.

Presidente Ejecutivo: Jaime Rivera; *Asistente Ejecutiva*: Isbeth Chang. *Primeros Vicepresidentes Ejecutivos*: Rubens Amaral (Comercial), Miguel Moreno (Servicios de Soporte), Gregory Testerman (Tesorería y Mercados de Capitales) y Ana-María de Arias (Recursos Humanos y Operaciones Corporativas). *Primeros Vicepresidentes*: Miguel A. Kerbes (Administración de Riesgos), Gustavo Díaz (Contraloría) y Christopher Schech (Finanzas). *Vicepresidentes*: Roger Córdoba (Ingeniería de Procesos y Tecnología) y Carmen Murillo (Operaciones). *Asesora Legal*: Tatiana Calzada. *Gerente de Estudios Económicos*: Carlos Moreno.

(Información oficial, marzo del 2010)

Actividades del CEMLA durante diciembre del 2009-febrero del 2010

<i>Actividad</i>	<i>Instituciones copatrocinadoras</i> <i>Lugar y fecha</i>
<i>Cursos y talleres</i>	
Taller de Capacitación para Capacitadores a Nivel Subnacional	Gobierno de Bolivia La Paz, 14 – 18 de diciembre
Taller de Evaluación de los Sistemas de Reporte de Préstamos Bancarios y Créditos del Hemisferio Occidental	FIRST y Banco Mundial México, D. F., 27 – 29 de enero
La Banca Central Moderna: un Enfoque Integral	Banco de la Reserva Federal de Nueva York México, D. F., 15 de febrero – 19 de marzo Nueva York, 22 – 26 de marzo
<i>Seminario</i>	
Fortalecimiento de la Regulación Financiera y Basilea II en Respuesta de la Crisis Financiera	Financial Stability Institute (Banco de Pagos Internacionales) México, D. F., 7 – 9 de diciembre

Publicaciones:

Monetaria, vol. XXXIII, n^o 1, enero-marzo

Neil Mitchell
Wayne Robinson

*The asymmetric effects of nominal shocks
on the Jamaican economy: evidence
from a non-linear VAR*

Daniel Boamah
Winston Moore

External debt and growth in the Caribbean

Pablo Pincheira
Roberto Álvarez

*Evaluation of short run inflation forecasts
and forecasters in Chile*

Trevor Campbell

*Workers remittances and their impact
on economic growth in Barbados*

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 Comercio Exterior, 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

CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS
Asociación Regional de Bancos Centrales

www.cemla.org

