

CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS

BOLETÍN

VOLUMEN L, NÚMERO 1

ENERO-MARZO DE 2004

CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS

ASAMBLEA

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

JUNTA DE GOBIERNO, 2003-2005

Presidente: Banco Central de Brasil

Miembros: Banco Central de la República Argentina; Banco Central de Barbados; Banco de la República (Colombia); Banco de Guatemala; Banco de México (permanente); Banco Central de Venezuela.

AUDITORÍA EXTERNA

Banco de México

PERSONAL DIRECTIVO

Director general
Kenneth Coates

Subdirector general
Carlos-Alberto R. Queiroz

Directora de Capacitación
Jimena Carretero Gordon

Director de Estudios
Fernando Sánchez Cuadros

Director de Relaciones internacionales
Juan-Manuel Rodríguez Sierra

Director de Administración
Carlos Pinedo Rodríguez

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

CEMLA BOLETÍN

ÍNDICE

- 1 **Nota editorial**
- 3 **Instituciones para precios estables: como diseñar una ley óptima para banca central**
William Poole
- 9 **Política monetaria y aprendizaje**
Lars E. O. Svensson
- 15 **¿Debería darse a conocer públicamente más información sobre supervisión?**
Thomas M. Hoening
- 21 **La Corporación de Poseedores de Bonos Extranjeros**
Paolo Mauro
Yishay Yafeh
- 41 **Autoridades de los bancos centrales latinoamericanos y otras instituciones miembros del CEMLA**
- 45 **Actividades del CEMLA durante diciembre de 2003-febrero de 2004**
- 47 **Premio de Banca Central “Rodrigo Gómez”: convocatoria para 2005**

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

VOLUMEN L

NÚMERO 1

ENERO-MARZO DE 2004

Nota editorial

Con el primer número de Boletín, correspondiente al año 2004, se inicia el quincuagésimo volumen de la primera publicación periódica del CEMLA. En la vida del Boletín se distinguen varias etapas: de octubre de 1954 a diciembre de 1965, en que apareció como Boletín Quincenal, ampliado a partir de enero de 1958 con el Suplemento Mensual; de enero de 1966 a junio de 1976, en que se modificó el contenido y se unificaron las dos ediciones en la del Boletín Mensual; de julio-agosto de 1976 hasta noviembre-diciembre de 2000, en que la periodicidad fue bimestral; por último, a partir de enero de 2001 a la fecha el Boletín aparece trimestralmente.

En esta ocasión, hemos seleccionado artículos que consideramos de relevancia para el buen funcionamiento de la política monetaria en la actualidad. Así, se han incluido temas sobre legislación de banca central, sobre la importancia de la buena relación entre política monetaria y la actuación de la banca central y sobre la divulgación de la información de supervisión bancaria. También se incorporó un artículo de análisis histórico sobre el desempeño de la Corporación de Poseedores de Bonos Extranjeros, del Reino Unido.

El primer artículo, elaborado por W. Poole, Presidente del Banco Federal de Reserva de San Luis, se intitula “Instituciones para precios estables: como diseñar una ley óptima de banca central”, y en él, el autor presenta diversas consideraciones fundamentales sobre la importancia del mantenimiento de una baja inflación como tarea básica de un banco central, independientemente del carácter que tenga el sistema legal de cualquier país. El texto desarrolla con detenimiento los principales elementos que debe contener el diseño de un banco central.

El segundo artículo, cuyo título es “Política monetaria y aprendizaje”, está elaborado por L. E. O. Svensson, profesor de economía de la Universidad de Princeton e investigador asociado de la Oficina Nacional de Investigación Económica de Estados Unidos, así como investigador del Centro de Investigación de Política Económica, de Londres, del Reino Unido. En este trabajo, el autor considera importante que los bancos centrales acumulen

experiencias y aprendan de sus éxitos y errores; este proceso de aprendizaje en varios bancos centrales que han logrado un buen desempeño, ha alcanzado gran eficiencia y racionalidad. Asimismo, el autor destaca que la transparencia del banco central acerca del estado de la economía, de su funcionamiento y de la política monetaria, proporciona una utilísima información para el sector privado, pues lo induce a tomar mejores decisiones y por lo tanto a mejorar el bienestar. Para el autor es importante subrayar que la política monetaria debe modelarse conforme a una optimización de política con ayuda de reglas de óptima fijación de objetivos.

El tercer artículo evalúa la necesidad de dar a conocer públicamente más información sobre supervisión. Su autor es T. M. Hoening, Presidente del Banco Federal de Reserva de la Ciudad de Kansas, quien asigna una importancia fundamental a la divulgación de la información generada por la labor de supervisión a fin de asentar la disciplina de mercado como base de una operación y administración bancarias eficientes.

El cuarto artículo, que incluimos, es una reseña histórica del desempeño de la “Corporación de Poseedores de Bonos Extranjeros”, del Reino Unido, elaborado por P. Mauro e Y. Yafeh, economistas del Fondo Monetario Internacional y de la Universidad Hebrea de Jerusalén y de la Universidad de Montreal, respectivamente. En este trabajo los autores analizan la forma en que la referida Corporación, que es una asociación de inversionistas británicos que poseían bonos emitidos por gobiernos extranjeros jugó un papel importante en el apogeo del financiamiento de bonos internacionales entre 1870 y 1913 y en las secuelas de los incumplimientos de la década de 1930. Al impulsar la coordinación entre acreedores, logró arreglos importantes de reestructuraciones de deudas con incumplimientos. Los autores precisan que hoy en día podría haber incluso una mayor necesidad de coordinación entre acreedores para contribuir a una mayor estabilidad en la actividad financiera internacional.

Al concluir los artículos, se incorporan las secciones correspondientes a las actualizaciones de las autoridades de los bancos centrales latinoamericanos y otras instituciones miembros del CEMLA, así como a la reseña de las actividades desarrolladas trimestralmente, por este Centro de Estudios.

Instituciones para precios estables: como diseñar una ley óptima para banca central*

William Poole

I. Introducción

Me siento muy satisfecho de estar hoy aquí con ustedes para discutir un tema extremadamente importante. Sin embargo, me parece conveniente iniciar la plática con un toque de humildad. El título de esta sesión incluye la frase “ley óptima para banca central”. Cuando se diseña una ley de banca central, nosotros no tenemos un modelo matemático bien especificado para optimizar, y consecuentemente no podemos esperar encontrar *la* ley óptima. Sería un error, en mi opinión el ser tan atrevido como para recomendar un sistema legal para todos los países y para todos los tiempos. El punto es que hoy la mayoría de los países de ingresos altos, y muchos países de bajos y medios ingresos, han logrado un elevado grado de éxito en el mantenimiento de una inflación baja, aun cuando las leyes en estos países muestran diferencias sustanciales. Nosotros más bien debemos pensar de forma abstracta acerca del diseño del marco legal para el banco central y reconocer que hay diferentes caminos para llegar al mismo punto.

También debemos reconocer que el éxito en el logro de una inflación baja y estable, o bien una es-

tabilidad de precios, si ustedes prefieren esa formulación, es relativamente reciente. Podemos darnos cuenta de que algunos arreglos institucionales se vuelven más robustos con el tiempo. Esto se observa en la forma en que varios arreglos resisten tensiones que aún no han sido observadas.

Una institución tan importante como un banco central no puede asumir una forma particular sin que haya un entendimiento sustancial público acerca del porqué de esa forma. Hace un siglo, la mayoría de las personas informadas creían que la única base firme de un sistema monetario era que los billetes fueran convertibles en oro. Durante algunos años después de la segunda guerra mundial, la mayoría de los observadores creían que los tipos de cambio fijos eran esenciales para la estabilidad monetaria. Claramente, la opinión pública y el conocimiento popular de las ideas económicas imponen límites a nuestra capacidad de cambiar leyes para transformar la economía.

Antes de empezar, quiero enfatizar que los puntos de vista que expreso aquí son de mi responsabilidad exclusiva y no necesariamente reflejan posiciones del Sistema Federal de Reserva. Agradezco a mis colegas del Banco Federal de Reserva de San Luis por sus comentarios, pero cualquier error u omisión subsistente es atribuible a mí personalmente.

Presentaré mis ideas en cuatro partes. En la primera, que será muy breve, discutiré principios económicos. Comienzo ahí porque el sistema legal con el que un banco central opera debe ser consistente con la forma en que un sistema de mercado trabaja, y los objetivos asignados a un banco central deben de ubicarse dentro de su capacidad para alcanzarlos. Después, discutiré la consistencia de la ley del banco central con los principios económicos y, en una sección aparte, debido a su importancia, hablaré del diseño de la independencia de la banca

* Traduce y publica el CEMLA, con la debida autorización, el artículo de W. Poole, presidente del Banco Federal de Reserva de San Luis, del original con el título “Institutions for stable prices: how to design an optimal central bank law”, aparecido en *Review*, del Banco Federal de Reserva de San Luis, vol. 85, nº 5, septiembre-octubre de 2003, pp. 1-5. El texto es una adaptación del discurso que con el mismo título se presentó en la Primera Conferencia de la Fundación para la Estabilidad Monetaria en la Oficina Regional del Deutsche Bundesbank (Banco Central de Alemania), en Frankfurt, Alemania, el 5 de diciembre de 2002. El autor agradece los comentarios de sus colegas del Banco Federal de Reserva de San Luis, especialmente a William T. Gavin y a Robert H. Rasche. Los puntos de vista expresados no necesariamente reflejan las posiciones oficiales del Sistema Federal de Reserva.

central. Finalmente, tocaré el tema de la transparencia de la banca central.

Para poder hacer la exposición un poco más fácil, me referiré a la persona que ejerce el liderazgo de un banco central como el “gobernador”, que querrá decir gobernador, presidente, o junta de gobierno, según sea el caso. Me referiré al máximo oficial de cargo elegido en el gobierno como el “presidente”, que se referirá al presidente o al primer ministro, dependiendo una vez más cual sea el apropiado.

II. Principios económicos

El lugar lógico para comenzar un análisis de cómo diseñar una óptima ley de banca central es con una simple exposición de principios económicos. Los principios que creo deben guiar nuestra forma de pensar son estos:

- La inflación, la anticipada y especialmente la no anticipada, por encima de una tasa umbral es costosa. La deflación es también costosa. Los costos son bajos cuando la desviación de la tasa de cambio en los precios, no importando si está por encima o por debajo de la tasa umbral, es pequeña; los costos son más altos cuando la desviación es más amplia. La evidencia sugiere que los costos de las desviaciones no son simétricos; una deflación del 5% anual es probable que sea mucho más costosa que una inflación del 5% anual.
- No hay ningún intercambio (*tradeoff*) a largo plazo entre inflación y desempleo, y el intercambio a corto plazo puede ser muy poco digno de confianza para que lo usen los formuladores de las políticas.
- Las expectativas del mercado acerca de la futura política monetaria (y de las futuras políticas económicas en general) son extremadamente importantes para poder determinar qué tan bien funcionará una política monetaria.

III. Ley del banco central

Debido a que la inflación y la deflación son costosas, un banco central debe tener un objetivo de inflación. Yo creo que el objetivo apropiado es la inflación cero, debidamente medida, quiero decir, dejando de lado los errores de medición en los índices de precios. Otras personas creen que una tasa de inflación baja y positiva es lo apropiado. La di-

ferencia entre una inflación de 0 y, por decir, una de 2% anual es un asunto de menor importancia frente a otros temas. En particular, una estabilidad razonable en de la tasa de inflación y especialmente en la esperada tasa de inflación a medio plazo son más importantes que el hecho de que la tasa objetivo sea de 0 ó 2% anual. Que el objetivo esté expresado como punto o como rango es un asunto interesante, pero no es fundamental.

Yo personalmente prefiero un objetivo de inflación legislado, pero el hecho de que dicho objetivo esté legislado no es el principal punto de discusión. Si el peso de la opinión pública no está a favor de un objetivo legislado, éste no va a ser efectivo. Estados Unidos no tiene un objetivo legislado, pero desde mediados de los años noventa el Sistema Federal de Reserva ha tenido éxito en conseguir y mantener una tasa de inflación baja en promedio. Lo que se necesita no es tanto un objetivo de inflación legislado sino un marco objetivo que el público considere que tiene fuerza constitucional. En Estados Unidos, el patrón oro solía tener fuerza constitucional aun cuando nunca se incorporó explícitamente en la Constitución.

A lo que me refiero con “fuerza constitucional” es que una ley o práctica no puede cambiarse sin recurrir a una larga discusión, y en el caso de una ley, tiene que ser por una amplia mayoría o su equivalente. La obtención de fuerza constitucional es básica para el funcionamiento de la sociedad; es parte del consenso compartido, apoyado por un consentimiento ampliamente difundido, dentro del cual se elabora la legislación cotidiana.

En Estados Unidos, es impensable derogar la primera modificación que protege el derecho a la libertad de expresión, y esa era esencialmente la situación del patrón oro durante muchos años. Pero cuando el patrón oro dejó de tener fuerza constitucional como consecuencia de la Gran Depresión, el Congreso, con el paso del tiempo, derogó la legislación que apoyaba a las monedas de oro y a las otras características del patrón oro. Pienso que hoy en día es verdad que en Estados Unidos es impensable, o al menos así espero que sea, la idea de que el Congreso o la Reserva Federal deliberadamente apunten, o toleren, una sostenida tasa de inflación de, digamos, 8% anual. Siendo así, la decisión de que la Reserva Federal asuma la responsabilidad de mantener una inflación baja y estable, conforme lo señala la experiencia reciente, se está acercando al nivel de tener fuerza constitucional.

Sin embargo, estoy seguro de que en muchos países el debate en torno a un objetivo de inflación legislado ha contribuido notablemente a la creación de un consenso que tenga fuerza constitucional. Lo que estoy enfatizando es que tal legislación

nunca podrá ser el fin del tema; los banqueros centrales y otros funcionarios deben explicar constantemente cuales son las razones por las que conviene contar con un objetivo legislado que se asegure por sí mismo que no acabará simplemente formando parte de la inmensa masa de legislaciones que hay en los libros sobre nuestros países democráticos, la cual es ampliamente ignorada y está muy olvidada

Puesto que la efectividad de un banco central para lograr una sostenida baja tasa de inflación depende mucho de su credibilidad, no hay nada que sustituya a las políticas consistentes que, con el tiempo, construyen la confianza de mercado. Una vez que la credibilidad se pierde, el recuperarla toma tiempo y una disposición para aguantar un sufrimiento de corto plazo, donde el corto plazo puede llegar a ser medido en años. El mantener la credibilidad durante un largo tiempo requiere de una fuerza institucional que trasciende al liderazgo actual. En condiciones de ausencia de crisis, la política debe evolucionar con relativa lentitud en el tiempo, estudiando cada cambio con cuidado y luego explicándolo con todo detalle. De otra manera, la predicción de la que depende la credibilidad puede estar incompleta. El objetivo de una sostenida baja inflación es el de minimizar los choques en el nivel de precios que impiden la planeación empresarial y redistribuyen el ingreso y la riqueza arbitrariamente. Por la misma razón, el banco central debe esforzarse para evadir sorpresas en sus propios procedimientos de política.

Uno de los asuntos más difíciles y arduamente debatidos consiste en saber si las políticas monetarias deben estar confinadas a un objetivo de inflación o si deben de tener también objetivos de empleo o crecimiento. Mi punto de vista es que no tiene sentido económico que un banco central tenga objetivos declarados en términos del nivel de empleo o de la tasa de crecimiento del producto interno bruto (PIB). Dentro de la capacidad de un banco central está el conseguir un objetivo de inflación de largo plazo, pero no está en su poder el lograr un objetivo para el nivel de la tasa de empleo o desempleo. A ninguna organización se le debe asignar un objetivo que no puede alcanzar o, que a lo mucho, puede lograr pero solo temporalmente.

Sin embargo, pienso que el banco central tiene facultad para contribuir a la estabilidad del empleo. Si las expectativas de inflación están firmemente estructuradas, conforme se espera cuando se intenta lograr un objetivo de inflación sobre bases sustentadas, entonces el banco central confiablemente puede cambiar las tasas de interés reales a corto plazo. Suponiendo que las decisiones de

política de corto plazo de un banco central no afecten la confianza de la política de largo plazo, se puede canalizar la política de corto plazo para ayudar a amortiguar las fluctuaciones de empleo. Es razonable interpretar de esta forma una serie de episodios ocurridos en Estados Unidos desde 1982; en épocas más recientes, pienso que no se puede desdeñar el hecho de que la rápida reducción que logró el Sistema Federal de Reserva en el objetivo de la tasa de fondos federales en el 2001, ayudó a suavizar el tamaño de la recesión. Por supuesto, nosotros no podemos juzgar el éxito de una política por el resultado de un episodio incompleto; quizá el juicio de la historia sea que la política fue demasiado fácil durante demasiado tiempo, aunque ciertamente esa no es mi opinión por el momento.

Mi intención no es hacer un comentario sobre las recientes políticas del Sistema Federal de Reserva pero si quiero enfatizar que el éxito en el frente inflacionario proporciona la oportunidad de emplear políticas monetarias para estabilizar, o para trabajar en dirección a la estabilización, de las fluctuaciones de corto plazo en la actividad real. Y si estoy en lo correcto de que un banco central que es exitoso en el frente inflacionario tiene el poder de contribuir a la estabilidad económica, entonces no veo razón por la que un gobierno no deba asignarle a un banco central un objetivo de contribución, a la estabilización de la economía real en un grado consistente con el objetivo de inflación. El Sistema Federal de Reserva opera conforme a una instrucción vagamente legislada (vaga en el sentido de que no se especifican objetivos numéricos) para contribuir al logro de un alto nivel de empleo y una estabilidad de precios. Si el lenguaje estatutario se interpreta de la manera en que lo he sugerido, entonces pienso que tales objetivos tienen mucho sentido.

Un objetivo legislado de estabilización de empleo complica la relación entre el gobierno que ha sido elegido y el banco central porque el banco central debe de mantener un horizonte a la larga. Ese horizonte por lo general es considerablemente más largo que el período de duración de los funcionarios de un país, quienes de manera natural y comprensible se orientan intensamente hacia la siguiente elección. Gracias a la forma en que la economía opera, un banco central debe de estar deseoso de alejarse de los esfuerzos que hay que hacer para estabilizar el ingreso y el empleo cuando tales esfuerzos amenazan el objetivo de inflación. El fallar en mantener la primacía del objetivo de inflación solo pone en riesgo la estabilidad económica en el largo plazo. Estados Unidos y muchos otros países tuvieron una gran experiencia en este

escenario durante los años setenta, los excesos para combatir la recesión a corto plazo crearon una más elevada inflación a largo plazo y recesiones más profundas después.

La independencia de un banco central es el esquema institucional que promete reconciliar los diferentes horizontes que tienen los funcionarios elegidos de un país y los del banco central. Este tema es tan importante que merece una atención especial.

IV. Independencia del banco central

Hay un amplio acuerdo acerca de que la independencia del banco central conduce a una mejor política monetaria. He introducido la lógica de independencia al referirme a los diferentes horizontes que tienen los funcionarios elegidos y los bancos centrales, pero no estoy seguro que eso sea la historia completa. Los funcionarios elegidos si mantienen algunas políticas con gran continuidad en el tiempo y realizan algunas inversiones que tienen períodos de reembolsos largos. Utilizando dos ejemplos bastante diferentes en Estados Unidos, consideren el largo horizonte que yace detrás de las decisiones de invertir en parques nacionales y en investigaciones militares.

Sin embargo, noto que la competencia entre aquellos que buscan cargos de elección no está bien en el contexto del liderazgo de un banco central. Los líderes democráticos compiten por su cargo prometiendo cambios y unas mejoras en vez de continuidad y estabilidad, mientras que un gobernador que entra a un banco central seguramente querrá continuar las políticas de un exitoso antecesor y enfatizará su compromiso de cumplirlas. En contraste, no creo que jamás haya escuchado a un candidato enfatizar que él o ella está aspirando a ocupar el cargo para continuar las políticas de un exitoso antecesor de un partido político diferente. La independencia política y la política monetaria partidista prometen estabilidad política en el tiempo, lo que además estabiliza las expectativas en mercados de activos. Tal estabilidad y continuidad son esenciales para una exitosa política monetaria.

La independencia de un banco central requiere que el gobernador disponga de un plazo considerable en su cargo y que las decisiones individuales de la política no estén sujetas a revisión por parte del gobierno. Sin embargo, tales características estructurales del diseño de un banco central son solamente el comienzo de la independencia del banco central. Si un presidente públicamente ataca las políticas del banco central, entonces la indepen-

dencia ciertamente estará incompleta. Este tema es muy difícil para una sociedad democrática: ¿Cómo puede ser que un área tan importante de la política pública esté fuera del alcance de los comentarios y críticas de los funcionarios de elección? Sin embargo, dicha crítica claramente perturba los mercados y daña la efectividad de la política monetaria.

Me parece que el único camino para evadir este problema, es que el gobierno se imponga a sí mismo una gran abstención y confine su crítica a discusiones internas con el banco central. Esto se ha convertido en la práctica en Estados Unidos, pero no cuenta aún con el tiempo suficiente para ser considerada como algo institucionalizado. La consideración de este asunto pone en claro que el diseño óptimo de un banco central va más allá de los asuntos legales en sí mismos ¡es absurdo considerar la posibilidad de establecer una ley diciendo que el presidente sólo tiene permiso para comentar acerca de la política del banco central! Aunque, es claro que si el presidente no tiene confianza en el banco central, el país se encuentra en un gran problema. En esta situación, el presidente debe de estar preparado para reemplazar un liderazgo de banco central que incumple en cuanto expire su período.

La banca central es una función gubernamental, pero creo que algunos observadores más comprometidos con los principios democráticos pasan por alto la posibilidad de emplear la actividad o los principios del sector privado para fines gubernamentales. Un ejemplo que ha sido bien comprendido es el relativo a lo valioso del uso de impuestos de contaminación en vez de la aplicación de regulaciones de ordenanzas y controles para lograr objetivos ambientales.

La organización del Sistema Federal de Reserva encaja perfectamente en esta perspectiva. Los miembros de la Junta de Gobernadores son nombrados por el presidente de Estados Unidos y confirmados por el Senado. Sin embargo, los presidentes de los Bancos Federales de Reserva son nombrados por los directores de los Bancos Federales de Reserva, y están sujetos a ser aprobados por la Junta de Gobernadores. Los directores de los Bancos Federales de Reserva tienen facultades y responsabilidades que están más cerca de las de una compañía privada que de las de una dependencia del gobierno. En cada Banco Federal de Reserva, seis de cada nueve directores son elegidos por los bancos comerciales quienes son miembros del Banco Federal de Reserva; los otros tres directores son nombrados por la Junta de Gobernadores según recomendación del Banco Federal de Reserva. Explícitamente los directores no pueden ser políticos; proceden de la comunidad local y no se les permite tener cargos políticos en algún par-

tido o participar en labores políticas mediante actividades tales como encabezar comités de campaña o emprender movimientos para recaudar fondos para fines políticos. Los directores, a su vez, seleccionan al presidente del Banco y al primer vicepresidente, sujetos a la aprobación de la Junta de Gobernadores.

Este arreglo institucional claramente involucra un máximo control del Sistema Federal de Reserva a través del proceso político centrado en la Junta de Gobernadores. No obstante, una parte considerable del grupo dirigente del Sistema logra su cargo a través de lo que es esencialmente un proceso propio del sector privado. Mi mismo caso ilustra perfectamente este punto. Yo era un profesor universitario en el estado de Rhode Island, sin ninguna conexión personal o institucional con el Banco Federal de Reserva de San Luis. Si el nombramiento del presidente del Banco estuviera controlado por un proceso político que involucrara, por así decir, a los gobernadores estatales de los estados ubicados en el Octavo Distrito Federal de Reserva (Missouri, Arkansas, Mississippi, Tennessee, Kentucky, Indiana e Illinois), entonces es muy poco probable que un profesor universitario del Estado de Rhode Island se hubiera convertido en presidente de Banco. Ni es probable que yo hubiera sido nombrado a través de un proceso político en Washington para ser presidente del Banco Federal de San Luis, dado que yo había servido en una administración Republicana cuando la Casa Blanca en 1998 era controlada por una administración Demócrata.

Lo que este proceso político de sector privado hace es reforzar la naturaleza no-política del Sistema Federal de Reserva. El proceso también involucra a los directores de los Bancos Federales de Reserva de una manera importante. La Reserva Federal le retribuye muy poco a los directores del Banco: lo que obtienen del hecho de servir como directores, es una intensa educación en política monetaria. A través de sus años de servicio, y en los años posteriores, los directores esparcen conocimiento sobre los procesos y los desafíos de la política monetaria a través de sus comunidades. Yo no puedo imaginar una forma más efectiva para apoyar una firme política monetaria que el tener a líderes de la comunidad, procedentes de varias profesiones, sirviendo como directores. Consideren, por ejemplo, la amplitud de experiencia con la que cuenta la actual Junta del Banco de San Luis, que incluye a funcionarios CEO* de bancos comerciales, un socio dirigente de una importante

* Nota del editor: la palabra CEO corresponde a las siglas en inglés de chief executive officer.

empresa de consultoría legal, de empresas grandes y pequeñas, un profesor universitario que también maneja una granja familiar, un experto en la industria capital de riesgo, y un CEO de una organización comunitaria no lucrativa. Algunos de los Bancos Federales de Reserva incluyen líderes de uniones mercantiles; aunque ese no sea el caso actual en el Banco Federal de Reserva de San Luis, una de las ramas de la Junta del Banco incluye a un líder de una unión mercantil. Tomando en cuenta a los doce Bancos Federales de Reserva, los directores proceden de todos los sectores de la economía y de todas las regiones geográficas.

Igualmente importante para el Sistema Federal de Reserva es el flujo de información de parte de los directores de los Bancos Federales de Reserva hacia los presidentes de los Bancos, quienes por su parte usan esta información al formular las decisiones de política monetaria. Además, también se obtiene información valiosa de numerosos comités asesores que se reúnen en algunas ocasiones en la Junta de Gobernadores y en los Bancos Federales de Reserva, y de contactos entre los directivos del Sistema Federal de Reserva y sus audiencias, ya que viajan para dar conferencias en varios eventos y para reunirse con líderes comunitarios y empresariales. El Sistema Federal de Reserva continuamente se ha relacionado a lo largo y ancho del país con lo que es conocido en Estados Unidos como contactos “raíces de pasto” (*grass roots*). A pesar de que esta organización del Sistema Federal de Reserva no previó los errores de la política monetaria que contribuyeron a la Gran Depresión y a la Gran Inflación, yo creo que el actual proceso contribuye enormemente al propósito de contar con una firme política monetaria continua en los próximos años.

V. Transparencia

En años recientes, los bancos centrales se han vuelto más abiertos en muchas formas diferentes. En el pasado, los banqueros centrales comúnmente discutían la política monetaria de forma cerrada y parecían disfrutar la mística de la banca central. Como universitario, nunca pensé que recurrir en gran medida a guardar secretos sirviera bien a los propósitos de los bancos centrales, y eso mismo sigo pensando aún.

En lo particular, dada la independencia de los bancos centrales, la franqueza es esencial para la responsabilidad política. Ya sea por ley o por práctica confirmada, un buen diseño de banco central llama a los bancos centrales a realizar informes oportunos acerca de acciones de política, incluyendo las razones de estos cambios.

He discutido la transparencia en varias ocasiones de forma significativa; en esta ocasión quiero resaltar dos puntos principales. Primero, es esencial que haya una divulgación oportuna de las decisiones políticas y de las razones que llevaron a esas decisiones. Sin embargo, la divulgación de los debates de política que llevaron a tomar dichas decisiones debe de ser manejado muy cuidadosamente. Una divulgación excesiva dañaría la apertura del debate interno y consecuentemente incrementaría la posibilidad de cometer errores de política. Además, habiendo tantos puntos de vista diferentes expresados en torno a la mesa de política y tratándose de puntos de vista expresados provisionalmente, en aras de lograr una argumentación abierta y cabal, considero que una divulgación completa del debate interno sin un rezago substancial, es probable que más bien induzca a confusión en los mercados más que a darles claridad. Creo que la práctica del Sistema Federal de Reserva de divulgar la transcripción de las reuniones del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) con un rezago de cinco años, funciona bien. Un rezago de ese tiempo permite mantener una máxima responsabilidad y suministra un récord valioso para los estudiosos, a la vez que impide dañar el proceso de política.

Mi segundo punto principal es que una divulgación oportuna de las decisiones de política y de las razones que las subyacen es necesaria para que los mercados funcionen eficientemente. La política monetaria funciona a través de los mercados; si los mercados esperan una dirección de la política cuando el banco central pretende otra, tanto los mercados como el banco central posiblemente sean sorprendidos en algún momento y queden decepcionados de los resultados.

VI. Conclusión

No existe una forma única óptima para redactar una ley de banca central e institucionalizar las prácticas de banca central. Diversos países tienen diferentes experiencias históricas y diferentes preferencias. Déjenme tejer los hilos de mi argumento: un buen diseño de banco central contiene tres principales elementos.

- Primero, el gobierno debe asignarle al banco central objetivos que sean claros y que puedan lograrse. Yo favorezco un objetivo de inflación legislado, pero más importante que la legislación es la comprensión por parte de la sociedad de que la responsabilidad de un banco central es mantener una inflación baja y estable y que el banco debe ser juzgado conforme a lo bien que consiga el objetivo. Un gobierno puede asignarle al banco central un objetivo de política para contribuir a la estabilidad del ingreso y del empleo, siempre y cuando quede claro que no puede haber un objetivo del banco central para el *nivel* de empleo o para la tasa de crecimiento del PIB.

- Segundo, el banco central debe operar con independencia del gobierno: el gobernador debe perdurar en su cargo durante un lapso razonablemente largo y no debe estar sujeto a destitución por parte del presidente, excepto por causa de un proceso de enjuiciamiento. El presidente no debe tener facultades para cambiar decisiones individuales en materia de política monetaria e, idealmente, debe limitar sus comentarios sobre esas decisiones a tener comunicaciones confidenciales con el banco central.

- Tercero, el banco central debe ser transparente en la forma en que toma sus decisiones e implementa su política. La aceptación de responsabilidad política requiere de la transparencia; al igual que del funcionamiento eficiente de los mercados mediante los que la política monetaria afectan a la economía.

Estos tres principios caracterizan ampliamente hoy en día a todos los principales bancos centrales. Sin embargo, no debemos considerar que este dato es razón suficiente para asumir que el problema está resuelto. Estamos destinados a encarar tensiones en el futuro cuando muchas personas cuestionen estos principios. Exponerlos ahora, defenderlos y explicarlos, es la mejor forma de tener esperanza de lograr mejorar la comprensión del público y mantener el progreso que ha tenido lugar en años recientes y que es tan evidente para todos los bancos centrales y los estudiantes de banca central.

Política monetaria y aprendizaje*

Lars E. O. Svensson

I. Introducción

Es un gran placer asistir a esta conferencia sobre “Política Monetaria y Aprendizaje” y disfrutar de los numerosos y excelentes temas presentados aquí. Agradezco mucho la oportunidad que se me otorga de hablar ante este distinguido auditorio de investigadores y formuladores de política, y espero que mis observaciones contribuyan a estimular nuevas discusiones. Hablaré acerca de tres cosas: *i*) una buena política monetaria y el aprendizaje de la banca central, *ii*) el aprendizaje del sector privado y la transparencia de la banca central, y *iii*) el modelado de una buena política monetaria.

II. Una buena política monetaria y el aprendizaje de la banca central

Al hablar de buena política monetaria y aprendizaje de la banca central, comenzaré por caracterizar una buena política monetaria. Parodiando a Tolstoy, se puede decir: “Toda buena política monetaria es (aproximadamente) la misma, pero las malas políticas monetarias son todas diferentes.” De hecho, me parece que hay un creciente acuerdo acerca de la mejor práctica internacional para con-

ducir la política monetaria. Permítanme esbozar esto brevemente.

Existe un claro objetivo para la política monetaria. Este objetivo puede describirse como “el de estabilizar la inflación en torno a una meta de baja inflación, acompañada de cierta preocupación por estabilizar el producto alrededor del producto potencial” o cierta variante de lo anterior.

Para lograr este objetivo, el banco central depende de su versión del mecanismo de transmisión de la política monetaria: el mecanismo de transmisión que, a través de varios canales, vincula el instrumento del banco central (usualmente una tasa de interés a corto plazo, la *tasa instrumento*) y las variables de meta (la inflación y la brecha del producto en la anterior formulación del objetivo de política monetaria). En la actualidad existe considerable acuerdo entre los bancos centrales acerca de este mecanismo de transmisión. Les ofreceré un cuadro muy estilizado del conocimiento convencional sobre el mecanismo de transmisión.

El banco central controla la tasa instrumento, una tasa de interés a corto plazo. Como la inflación y las expectativas de inflación son resistentes o duraderas, el banco central tiene cierto control sobre la tasa de interés real a corto plazo. Las expectativas del sector privado acerca de las tasas de interés a corto plazo futuras, afectan las tasas de interés reales a más largo plazo, así como a otros precios de activos, por ejemplo, los tipos de cambio. Las tasas de interés a largo plazo y varios precios de activos tienen un efecto sobre el consumo y la inversión, a través de los cuales afectan la demanda agregada.

Lo que es más, las expectativas de inflación del sector privado y la brecha del producto (esta última a través de su impacto sobre los costos de producción) también afectan la fijación de los precios por las firmas o empresas y, en consecuencia, a la

* Traduce y publica el CEMLA, con la debida autorización, el artículo de L. E. O. Svensson, del original con el título “Monetary Policy and Learning”, publicado en *Economic Review* (del Banco Federal de Reserva de Atlanta), tercer trimestre de 2003, pp. 11-16. El autor es profesor de economía de la Universidad de Princeton e investigador asociado de la Oficina Nacional de Investigación Económica, así como investigador miembro del Centro de Investigación de Política Económica, en Londres. Desea agradecer a Kathleen Hurley su asistencia editorial y secretarial. Este discurso fue pronunciado en la conferencia de “Política Monetaria y Aprendizaje”, patrocinada por el Banco Federal de Reserva de Atlanta, los días 21 y 22 de marzo de 2003.

inflación. En cierta medida, pues, los bancos centrales tienen cierto control sobre la brecha del producto y la inflación. Sin embargo, se trata de un control muy imperfecto: son variados los rezagos que están presentes en la transmisión del mecanismo, la fortaleza de los diferentes canales varía, y ocurren choques intermedios. El rezago de control medio puede estar entre tres y cinco trimestres para la brecha del producto y tal vez de cinco a nueve trimestres para la inflación.

En este mecanismo de transmisión, las expectativas del sector privado son cruciales. Me parece justo agregar que el control de los bancos centrales de la brecha del producto y la inflación se efectúa sobre todo mediante las expectativas a que dan lugar en el sector privado. (Por esta razón, la obsesión de los banqueros centrales con la “credibilidad” es completamente racional.) Por ejemplo, por sí misma, la actual tasa instrumento apenas tiene un efecto mínimo sobre las tasas de interés a más largo plazo y la economía; lo que en realidad importa son las expectativas del sector privado acerca de las tasas instrumento futuras.

Vale la pena también hacer notar, que contrariamente a lo que es el caso en la curva de Phillips tipo Lucas simple, la política monetaria no tiene efectos reales ya que trae consigo sorpresas. En esta opinión convencional del mecanismo de transmisión, como la inflación y las expectativas de inflación son resistentes, las acciones de política anticipadas producen efectos reales. De hecho, cuánto más correctamente sean anticipadas las acciones de política, mayores serán sus efectos.

¿De qué modo un banco central bueno conduce una buena política monetaria? En primer lugar, elabora pronósticos condicionales (proyecciones) de las metas variables. Estas proyecciones están condicionadas a la opinión del banco central sobre el mecanismo de transmisión y los diversos modelos usados, la información disponible y relevante acerca del estado de la economía, pronósticos sobre variables exógenas, vías alternas de tasa instrumento y, lo que es muy importante, el “juicio” del banco central. Todos los modelos son simples representaciones de una realidad compleja. Un buen banco central tiene que complementar el uso de modelos con su propio juicio, que incluye modificaciones como modelos extra, factores agregados, y otros.

El problema del banco central consiste en seleccionar una vía de tasa instrumento y las correspondientes proyecciones sobre inflación y brecha del producto, de modo que se “vean bien”, y después implementar ese sendero de tasa instrumento. Al decir que se “vean bien” quiero decir que las proyecciones de inflación y brecha del producto sean consistentes con los objetivos. Es decir, que las

proyecciones sobre inflación se aproximan a la meta de inflación y la proyección de brecha del producto se acerca a cero (es decir, la proyección de brecha se acerca a la proyección del producto potencial), en ambos casos a un ritmo apropiado. Las proyecciones de inflación y de brecha del producto pueden verse como que minimizan una función de pérdida intertemporal por lo que se refiere al juego de proyecciones factibles de inflación y brecha del producto, condicionadas por la información disponible.

He denominado en otros casos este procedimiento de averiguar las proyecciones óptimas como *metas pronosticadas*. Puede considerarse como una forma operativa de resolver un problema complejo de control óptimo. No obstante, este problema no se resuelve mediante la derivación de una función de reacción explícita para el instrumento. Dicha función sería una función sumamente compleja de todos los insumos en el proceso de pronosticación, incluido el juicio del banco central. Afortunadamente, no es necesario explicar esta función de reacción: puede quedar implícita. En cambio, el procedimiento descrito más arriba resulta en una vía de tasa instrumento que puede ser implementada como es, hasta el siguiente momento de decisión, cuando el procedimiento de meta pronosticada vuelve a repetirse.

Supongamos que la opinión del banco central sobre el mecanismo de transmisión corresponde a relaciones lineales entre diferentes variables, que sus objetivos pueden ser interpretados como función de pérdida cuadrática, y que toda incertidumbre entra en forma adicional. Entonces se cumplen las condiciones para una equivalencia segura. En ese caso, únicamente los primeros momentos (las medias aritméticas) son de importancia para la política, y todas las proyecciones pueden interpretarse como pronósticos medios. El procedimiento puede llamarse entonces meta pronosticada media.

Ahora, supongamos en cambio, que la opinión de los bancos centrales sobre el mecanismo de transmisión corresponde a relaciones no lineales entre las diferentes variables, que sus objetivos son distintos a los de una función de pérdida cuadrática, o que la incertidumbre entra en forma no adicional. Entonces las condiciones para equivalencia segura no se cumplen. En ese caso, tienen importancia no sólo los primeros momentos. De hecho, en el caso general, es importante toda la probable distribución de futuras realizaciones de las variables de meta. Entonces, el problema de la decisión es encontrar la vía instrumento por la cual las distribuciones de probabilidad de las variables de meta futuras se “ven bien” y consistentes con los objetivos. El Banco de Inglaterra y el Riksbank de Sue-

cia ilustran la distribución probable de los pronósticos con la ayuda de las llamadas gráficas abanico. Dada una función de pérdida, la pérdida intertemporal puede aun así ser calculada con métodos numéricos si la inspección visual se considera insuficiente. Este procedimiento puede ser llamado de *distribución* de meta pronosticada.

Ya he destacado que las expectativas del sector privado son cruciales en el mecanismo de transición para la política monetaria. De hecho, los bancos centrales buenos toman en cuenta las expectativas del sector privado y las tratan en alto grado como variables de estado independientes, las cuales monitorean y a las que responden. Los buenos bancos centrales dedican considerables recursos a monitorear y extraer expectativas del sector privado a partir de cierto número de fuentes, incluidos extensos estudios, datos de estructura a plazo, precios de opciones, y otros precios de activos. Las expectativas del sector privado extraídas o estimadas se usan a continuación como una serie de insumos en el proceso de pronóstico. El uso de las expectativas del sector privado como insumos en el proceso de pronóstico, de hecho implica que el banco central en último término responderá en forma apropiada a estas expectativas.

De hecho, la meta pronosticada descrita más arriba asegura la apropiada respuesta de la tasa instrumento a toda la información que ingresa. Como ya lo expresé, la información que ingresa es, en efecto, "filtrada a través de los pronósticos". Únicamente en el caso de que el ingreso de una información desvíe las proyecciones de inflación y de brecha del producto, resultará motivado un ajuste del sendero o vía de la tasa instrumento. En la práctica, la mayoría de la información que ingresa no tendrá ningún efecto sobre las proyecciones y en consecuencia no tendrá respuesta. En realidad, la filtración a través de los pronósticos proporciona una salvaguardia contra una reacción y réplica excesivas a la información que ingresa.

Creo que este monitoreo y respuesta a las expectativas del sector privado constituye un aspecto importante de meta pronosticada, algo que la literatura sobre el aprendizaje de la banca central debería tomar en cuenta. En esta conferencia, el documento de Orphanides y Williams (2003) destaca al tomar en cuenta lo anterior explícitamente.

El aprendizaje dentro del banco central adopta diferentes formas: la continua investigación sobre la economía y el mecanismo de transmisión, así como el correspondiente modelo de desarrollo; el intercambio de investigación e información con otros bancos centrales e investigadores académicos (por ejemplo, en conferencias como la actual); la estimación y reestimación de cierto número de di-

ferentes modelos, y el refinamiento de técnicas y de la estructura de decisión. Los bancos centrales también acumulan experiencia y aprenden de los éxitos y errores. Después de observar este proceso de aprendizaje en varios bancos centrales buenos, encuentro que es un proceso muy eficiente y racional y, en realidad, muy impresionante.

III. El aprendizaje del sector privado y la transparencia de la banca central

Ahora, permítanme hablarles algo del aprendizaje del sector privado (incluido el aprendizaje de las autoridades políticas no pertenecientes a los bancos centrales) y de la transparencia en la banca central. El aprendizaje del sector privado implica aprender acerca de la economía, y también de la política. Es necesario formarse expectativas y predecir el entorno económico, con el propósito de tomar las decisiones mejor informadas. Este aprendizaje del sector privado es el tema de varios documentos excelentes de esta conferencia.

Sin embargo, creo que un importante aspecto del aprendizaje del sector privado no se encuentra en los documentos presentados aquí; se trata del papel de la transparencia de la banca central. Estoy convencido de que la transparencia de la banca central puede tener un importante impacto sobre el aprendizaje del sector privado y, por ejemplo, facilitar el aprendizaje del sector privado y acelerar su convergencia.

La transparencia sobre los objetivos de la política monetaria es parte importante de la transparencia de la banca central. Implica el anuncio de la meta de inflación aplicada, así como indicar el relativo peso de otros objetivos, por ejemplo, la estabilización de la brecha del producto. De hecho, en mi artículo Svensson (2003a), he argüido que ha llegado el momento de que los bancos centrales anuncien el peso relativo de la estabilización de la brecha del producto, y he sugerido diversos procedimientos para que los comités de política monetaria puedan decidir sobre esa ponderación. Sin estos anuncios, el sector privado tendrá que dedicar tiempo y recursos para aprender los objetivos de la política monetaria. De hecho, otro artículo por Orphanides y Williams (por publicarse) demuestra que el aprendizaje del sector privado acerca del proceso de inflación es más efectivo si el sector privado conoce la meta de inflación. Ese documento ofrece un ejemplo preciso de cómo una meta de inflación explícita puede suministrar una mejor ancla para las expectativas inflacionarias. Como consecuencia, la solución de compromiso entre inflación y estabilidad de la brecha del producto se

torna más favorable. Faust y Svensson (2001) muestran que una incrementada transparencia permite al sector privado descubrir más fácilmente cualquier desviación de un banco central de los objetivos anunciados. Esta mayor probabilidad de ponerla al descubierto, incrementa el costo para el banco central de cualquier desviación y por lo tanto induce al banco a apegarse a sus objetivos anunciados; entonces, la transparencia actúa como un mecanismo de compromiso.

La transparencia, bajo la forma de publicación de las proyecciones de inflación, la brecha del producto, y las tasas de interés, incluidos análisis y conjeturas, probablemente tendrá un impacto directo sobre las expectativas de inflación. Este impacto da mayor efectividad a la implementación de la política monetaria. En realidad, ya destacué anteriormente que las expectativas de la futura tasa instrumento son más importantes que la actual tasa instrumento. ¿Qué mejor manera de influir en la estructura a plazo de las tasas de interés que publicar un sendero o vía de tasa instrumento bien motivado?

La transparencia acerca de la opinión del banco central sobre la economía y el mecanismo de transmisión puede, también, acelerar el aprendizaje del sector privado. De hecho, los buenos bancos centrales educan al público en general para que sepan cómo funcionan la economía y la política monetaria. Como ejemplo, se puede mencionar que el Riksbank ha tenido cierto éxito en la tarea de enseñar a los poderosos sindicatos suecos que la curva Phillips a largo plazo es vertical.

De manera más general, la incrementada transparencia del banco central acerca del estado de la economía, su funcionamiento, y la política monetaria, debería ofrecer abundante información útil al sector privado e inducir mejores decisiones del sector privado, con lo cual se mejoraría el bienestar. En realidad, existen centenares de economistas de la Reserva Federal que monitorean y analizan cuidadosamente la economía de Estados Unidos. ¿Por qué habría de mantenerse secreta la información para que no la conozca el público en general?

Desde un punto de vista más bien técnico, en situaciones de equilibrio múltiple, Svensson y Woodford (por publicarse) arguyen que los pronósticos del banco central cuando se publican pueden proporcionar potencialmente un punto focal para las expectativas del sector privado, y de esta manera asegurar un único y deseable equilibrio.

IV. Para modelar la política monetaria

Finalmente, permítanme abordar la cuestión de cómo modelar la política monetaria. Muchos do-

cumentos, incluidos varios en esta conferencia, modelan la política monetaria en forma mecánica *ad hoc*, como una función de reacción dada, una *norma instrumento*, por ejemplo, una norma Taylor, o un proceso de oferta de dinero dada. En particular, esa norma instrumental es tratada como una relación estructural. Como ya lo he dicho en varios documentos, el más reciente (Svensson, 2003b), esta práctica es muy problemática, y hay mejores maneras de modelar una buena política monetaria.

A este respecto, les recuerdo el estado de la macroeconomía antes de mediados de los años de la década que se inició en 1970. Por ese entonces, el comportamiento del sector privado se modelaba a menudo en una forma más bien mecánica, con funciones de consumo *ad hoc* para la vivienda y funciones de inversión para las firmas o empresas. La crítica Lucas hacía hincapié en que esas funciones de comportamiento behavioristas o eran formas reducidas endógenas, más bien que estructurales y que no serían invariantes ante los cambios en el entorno económico, por ejemplo, el régimen de política.

En nuestros días, en cambio, es procedimiento estándar modelar las viviendas y firmas con microfundaciones bajo la forma de optimizar el comportamiento. La optimización intertemporal de viviendas y firmas da por resultado condiciones de primer orden (las condiciones Euler) para consumidores e inversión, que forman la base de una relación para la demanda-agregada estructural, entre demanda agregada y tasa de interés real. Una fijación óptima de precios por las firmas es causa de una condición de primer orden, que resulta en una relación oferta-agregada estructural entre inflación, expectativas de inflación, y la brecha del producto: una curva Phillips.

Sin embargo, suele haber una conspicua asimetría en muchos documentos, en los que el comportamiento del banco central sigue siendo con frecuencia modelado en forma mecánica, en seguimiento de una norma instrumento *ad hoc*, tal como una norma Taylor. Esta norma instrumento es implícitamente tratada como estructural, pero la buena política monetaria que se describió anteriormente más arriba no da por resultado una norma Taylor. En su lugar, implica una función de reacción en forma-reducida más compleja, en la que la tasa instrumento es una función de todos los insumos en el proceso de pronóstico. Aun más, ningún banco central (que yo sepa) usa la norma Taylor como guía principal para su fijación de tasa instrumento o se ha comprometido con una norma instrumento similar. (Entonces el personal del banco central puede ser reducido a un funcionario

provisto de una fórmula y una calculadora de mano, como McCallum lo expresó.)

Pienso que es mejor modelar la política monetaria de manera de optimizarla en la misma forma en que modelamos el sector privado. Ese modelo especifica que los objetivos y constreñimientos de la política monetaria, se derivan de condiciones de primer orden (condiciones Euler), y los modelos de política monetaria, con la ayuda de esas condiciones de primer orden, son los que he llamado normas de meta óptimas. Este procedimiento restaura la simetría en el modelado del sector privado y en el comportamiento del banco central. De hecho, creo que los buenos bancos centrales son por lo menos tan conducentes hacia el objetivo, racionales y optimizadores como la vivienda o firma promedio. (Para no mencionar más que un factor, los bancos centrales buenos emplean personal con doctorado y mucha más capacidad, para que los ayuden en su formulación de política.) Hace poco, varios documentos, por ejemplo Svensson y Woodford (por publicarse), y una serie de otros, incluido el de Giannoni y Woodford (también, por publicarse), han seguido este procedimiento para modelar la política monetaria.

Con respecto a la literatura de aprendizaje, Orphanides y Williams (2003) y Sargent y Williams (2003) examinan el aprendizaje en esta conferencia bajo el supuesto de optimizar el comportamiento. En otros documentos, no presentados en esta conferencia, Evans y Honkapohja (2003), y Preston (2002) han examinado recientemente el aprendizaje bajo el mismo supuesto de optimizar el comportamiento.

Esta crítica al modelado de la política monetaria con funciones de reacción ad hoc, de ninguna manera debe entenderse como una tentativa de reducir la importancia del documento clásico de Taylor (1993), al que de hecho podemos comparar con otro documento clásico, el de Friedman de 1967 en el llamado discurso presidencial (1968). Se trata, de hecho, de un documento clásico en el campo de la política monetaria, con profundas intuiciones, como la advertencia sobre el peligro de una política monetaria demasiado ambiciosa, sin el suficiente conocimiento acerca del mecanismo de transmisión de la política monetaria, donde se sugería la meta $k\%$ de crecimiento monetario como una manera más segura de conducir una buena política monetaria, en lugar de fijar directamente la meta de inflación o el nivel de precios (incluso si esto último, permaneciendo lo demás sin cambios, fuese más deseable). Este documento, que fue una gran contribución en su tiempo, es algo que aún podemos admirar, aunque son muy pocas las personas razonables que abogarían hoy por un mode-

lo de política monetaria $k\%$. La razón es que en la actualidad los bancos centrales pueden mejorar ese procedimiento $k\%$ y así lo están haciendo. La comprensión del mecanismo de transmisión es mejor en la actualidad y, durante la última década, cierto número de bancos centrales han demostrado que pueden fijar una meta a la inflación directamente, contrariamente a lo que Friedman pensaba que era posible en la época de su llamada declaración presidencial. Creo que lo mejor es pensar en $k\%$ como algo a lo que podríamos recurrir de nuevo en caso de emergencia, cuando el mecanismo de transmisión cambia drásticamente o algún acontecimiento no anticipado reduce el poder de fijar una meta a la inflación directamente.

De la misma manera, el clásico documento (1993) de Taylor está repleto de importantes intuiciones. La norma Taylor es un indicador de referencia muy simple y muy interesante para la política monetaria. El principio Taylor, que consiste en que la política monetaria estabilizadora de la inflación debe implicar una respuesta mayor que una tasa de interés una a uno, ante un persistente incremento de la inflación, constituye un discernimiento muy importante. La contribución de Taylor fue un gran avance en su tiempo, y ello nos obliga a admirar aún su documento, aunque esta admiración no significa que debamos abogar en la actualidad en favor de la norma Taylor como una buena política monetaria o modelar una buena política monetaria siguiendo la norma Taylor. Los bancos centrales buenos usan e implícitamente responden a una información mucho mayor que la norma de Taylor, al igual que toda política óptima. Como se explica anteriormente, toda información que influye en las proyecciones de la inflación o la brecha del producto recibe implícitamente su respuesta. Y nuevamente, por lo que respecta a $k\%$, debemos pensar en la norma Taylor como algo a lo que podríamos volver en caso de emergencia. (Y si esto no funcionara y no estabilizara la economía, se podría llegar a depender aún más de $k\%$), pero normalmente, los bancos centrales buenos pueden desempeñarse mejor de lo que logra la norma Taylor, y por lo tanto deberíamos modelar conforme a esto una buena política monetaria.

V. Conclusión

Para finalizar permítame decir que hablado acerca de tres cosas. Primero, he hablado acerca de una buena política monetaria y el aprendizaje de banca central, haciendo hincapié en el papel de las expectativas del sector privado como variables independientes que deben ser monitoreadas, usadas

como insumos en pronósticos y a las que, implícitamente, se responde. Segundo, también hablé acerca del aprendizaje del sector privado y la transparencia de la banca central, con énfasis en que la transparencia de la banca central puede mejorar el aprendizaje del sector privado (y tener también muchas otras buenas consecuencias), y debe ser tomada en cuenta en la tarea de aprendizaje. Finalmente, he hablado acerca del modelado de una buena política monetaria y destacado que la buena política monetaria no debe ser modelada con funciones de reacción ad hoc que no son estructurales, sino más bien como política optimizadora, con la ayuda de normas de metas óptimas.

Nuevamente, permítanme agradecer profundamente a los organizadores por la oportunidad de hablar ante ustedes.

Referencias bibliográficas

- Evans, George W., y Seppo Honkapohja (2003), *Monetary policy, expectations and commitment*, Universidad de Oregón y Universidad de Helsinki, (Documento de trabajo).
- Faust, Jon, y Lars E. O. Svensson (2001), "Transparency and credibility: Monetary policy with unobservable goals", *International Economic Review*, vol. 42, mayo, pp. 369-97.
- Friedman, Milton (1968), "The role of monetary policy", *American Economic Review*, vol. 58, marzo, pp. 1-17.
- Giannoni, Marc, y Michael Woodford, "Optimal inflation targeting rules", en Ben S. Bernanke y Michael Woodford (eds.), *Inflation targeting*, University of Chicago Press, Chicago (por publicarse).
- Orphanides, Athanasios, y John Williams (2003), *Inflation scares y forecast-based monetary policy*, documento presentado en la conferencia de "Política Monetaria y Aprendizaje", en el Banco Federal de Reserva de Atlanta, el 21 y 22 de marzo (Documento de trabajo, por publicarse).
- Orphanides, Athanasios, y John Williams, "Imperfect knowledge, inflation expectations, and monetary policy", en Ben S. Bernanke y Michael Woodford (eds.), *Inflation targeting*, University of Chicago Press, Chicago (por publicarse).
- Preston, Bruce (2002), *Adaptive learning and the use of forecasts in monetary policy*, Universidad de Princeton (Documento de trabajo).
- Sargent, Thomas J., y Noah Williams (2003), *Impacts of priors on convergence and escapes from Nash inflation*, documento presentado en la conferencia sobre "Política Monetaria y Aprendizaje", Banco Federal de la Reserva de Atlanta, 21 y 22 de marzo (Documento de trabajo, por publicarse).
- Svensson, Lars E. O. (2003a), "The inflation forecast and the loss function", en Paul Mizen. Cheltenham (ed.), *Central banking, monetary theory and practice: Essays in honour of Charles Goodhart*, vol. 1, Edward Elgar, RU y Northampton, Mass.
- Svensson, Lars E. O. (2003b), "What is wrong with Taylor rules? Using judgment in monetary policy through targeting rules", *Journal of Economic Literature*, vol. 41, junio, pp. 426-77.
- Svensson, Lars E. O., y Michael Woodford, "Implementing optimal policy through inflation forecast targeting", en Ben S. Bernanke y Michael Woodford (eds.), *Inflation targeting*, University of Chicago Press, Chicago (por publicarse).
- Taylor, John B. (1993), *Discretion versus policy rules in practice*, Carnegie-Rochester Conference (Series on Public Policy, n° 39, pp. 195-214).

¿Debería darse a conocer públicamente más información sobre supervisión?*

Thomas M. Hoening

I. Introducción

Dentro de nuestro sistema financiero, los prospechos y la viabilidad de un banco dependen de su habilidad de atraer inversionistas y clientes. Esta necesidad fundamental significa que los bancos y la administración bancaria deben operar bajo el marco de la disciplina de mercado, de forma tal que se satisfagan los requisitos de los participantes del mercado. En otras palabras, la disciplina de mercado constituye la principal fuerza que influye en el comportamiento de nuestros mercados financieros.

La revolución financiera que estamos experimentando actualmente está aumentando en forma clara la importancia de la disciplina de mercado en la banca. Lo más notorio es que la remoción de muchas restricciones y controles tradicionales de regulación bancaria que existían en las décadas pasadas, está expandiendo el papel del mercado en la asignación de recursos financieros, estimulando la innovación y ejerciendo disciplina en los bancos.

No obstante, a medida que la disciplina de mercado está aumentando, un prerrequisito esencial para lograr una disciplina de mercado efectiva, como es la información oportuna y precisa para guiar a los participantes del mercado, se está vol-

viendo más difícil de alcanzar aun con las numerosas ventajas que se están logrando en el procesamiento y en el análisis de la información financiera. En particular, la revolución financiera en marcha está contribuyendo a producir una complejidad de rápido crecimiento en los instrumentos y los servicios financieros, tal como lo demuestra el incremento sustancial en las actividades comerciales bancarias y derivados, bursatilización y mercados globalizados. El creciente tamaño y alcance de las principales instituciones también está contribuyendo a esta complejidad, junto con los continuos cambios que se dan en los balances y en las posiciones fuera de balance de estas instituciones.

Consecuentemente, para el banco resulta un objetivo crítico explorar la forma en que se puede reforzar la disciplina de mercado a base de proporcionar a los participantes del mercado una información adecuada, oportuna y precisa que les permita tomar decisiones. Un ejemplo reciente y muy importante de este objetivo es el tercer pilar de marco revisado del Acuerdo de Capital de Basilea. Este pilar busca reforzar la disciplina de mercado a base de requerir a los bancos que hagan una divulgación más efectiva de sus perfiles de riesgo y de su adecuación de capital.

En los comentarios que haré me voy a concentrar en el tema de lo que podrían hacer los supervisores bancarios para mejorar el acceso del mercado a la información sobre las organizaciones bancarias y por lo mismo para reforzar la disciplina de mercado en las finanzas.

Para ello, exploraré en el apartado II el papel de la disciplina de mercado en la banca; y pasaré revista, en el apartado III, a los recientes pasos que se han dado para mejorar la transparencia y la divulgación bancaria. A continuación, en el apartado IV, examinaré el valor que se puede añadir mediante la divulgación supervisora incrementada; y,

* Traduce y publica el CEMLA, con la debida autorización, el trabajo de T. M. Hoening, presidente y ejecutivo financiero principal del Banco Federal de Reserva de la Ciudad de Kansas, del original aparecido con el título "Should more supervisory information be publicly disclosed?", en *Economic Review*, del Banco Federal de Reserva de la Ciudad de Kansas, tercer trimestre de 2003, pp. 5-14. El presente artículo se basa en un discurso que pronunció en la 39ª Conferencia Anual del Banco Federal de Reserva de Chicago sobre "Estructura bancaria y competencia", el 8 de mayo de 2003. El texto en inglés está disponible en la página Web del banco www.kc.frb.org. (Nota del editor: Las definiciones de las siglas que aparecen en el documento se incluyen en inglés entre paréntesis.)

en la sección V, qué opciones se les plantean a los supervisores bancarios para mejorar el flujo de información para los inversionistas y los clientes de los bancos. Finalmente, en el apartado VI aparecen los comentarios para concluir.

II. El papel de la disciplina de mercado

La disciplina de mercado y la relacionada necesidad de divulgación de información tienen una diversidad de significados e implicaciones para cada uno de nosotros. En la banca, la disciplina de mercado se puede describir de forma más directa a través de las diversas vías por las que el mercado y los participantes expresan sus opiniones sobre el desempeño de los directores y la gerencia de los bancos. Un aspecto extremadamente importante en esta disciplina de mercado es el valor que los accionistas le dan al capital del banco. Estas evaluaciones de hecho, proporcionan una guía prospectiva acerca de lo bien que esperan los inversionistas que el banco y su gerencia se desempeñen. Los valores del capital accionario además reflejan el punto de vista del mercado sobre la seguridad del portafolio del banco, de su liquidez y de los rendimientos esperados ajustados según el riesgo. Si el mercado considera que la gerencia está fallando en lograr intercambios (*trade off*) adecuados entre rendimiento y riesgo, los inversionistas colocarán el valor del banco por debajo del de otras opciones de inversión.

Los poseedores de deuda y los grandes depositantes del banco también constituyen parte de lo que se considera la acción de la disciplina del mercado sobre un banco. Tanto los poseedores de deuda como los depositantes buscan colocar sus fondos a salvo en instituciones solventes. Aun más, esperan recibir recompensas por cualesquiera riesgos adicionales que decidan asumir.

Para los gerentes de bancos, los valores del capital accionario y las tasas de interés de los depósitos y de la deuda, proporcionan, por lo tanto, señales que no pueden ignorarse fácilmente, toda vez que el trabajo y la compensación de un gerente dependerán del desempeño del banco en estas áreas. Por ejemplo, cuando se ven valores declinantes del capital accionario así como aumentos en los costos de fondeo, se tienen claras indicaciones de que la gerencia de un banco está fallando en la tarea de alcanzar los estándares de competitividad del mercado y tendrá que mejorar o deberá ser reemplazada. Esta necesidad de satisfacer a los participantes en el mercado constituye por lo tanto la disciplina de mercado. A fin de cuentas, la disciplina de mercado es la fuerza a la que los gerentes deben

responder. Es más, la disciplina de mercado no tiene nada que ver con lo bien que los supervisores sepan leer el mercado o qué acciones puedan tomar los mismos supervisores; en lugar de ello, esta fuerza del mercado representa los puntos de vista combinados de todos los participantes del mercado.

Aun así, los supervisores pueden desempeñar un papel importante en la disciplina de mercado, a base de asegurar que se anticipe información valiosa, no sólo a la gerencia bancaria sino que también al mercado mismo. El objetivo de divulgar dicha información sería el de influir en las acciones de la gerencia bancaria, a la vez que se le permite al mercado valorar de manera más precisa los activos bancarios, las corrientes de ingresos y la ecuación riesgo-rendimiento. Como resultado, si el examen y otra información sobre supervisión se entregan correctamente, bien podrían servir para realzar la disciplina de mercado.

III. Pasos recientes para mejorar la divulgación bancaria

Las divulgaciones bancarias actuales consisten en gran medida en requerimientos de informes regulatorios; requerimientos de divulgación de la SEC (*Security and Exchange Commission*) para organizaciones bancarias con valores comerciados públicamente; divulgaciones bancarias voluntarias entregadas, a inversionistas, analistas financieros y agencias calificadoras; y las divulgaciones conforme a estándares contables internacionales para bancos que realizan operaciones con el extranjero. En todas estas áreas, las demandas de más información de parte de inversionistas y clientes, conforme a las mejoras tecnológicas en el procesamiento de datos, están provocando una serie de cambios notables en las políticas y requerimientos de divulgación bancaria. Es importante entender estos cambios y sus implicaciones para la disciplina de mercado y la transparencia bancaria, antes de seguir adelante observando las opciones para incrementar la divulgación supervisora.

La cantidad de información que se pide a los bancos que presenten en sus informes de condición e ingresos regulatorios se ha ido incrementando continuamente en las recientes décadas pasadas y es probable que esta tendencia continúe. Ahora los bancos presentan reportes con información mucho más detallada por categorías individuales de préstamos y en una serie de otras áreas, como son las actividades fuera de balance y sus exposiciones a riesgo. Asimismo, desde una perspectiva supervisora, las acciones de refuerzos regulatorios forma-

les y las calificaciones CRA (*Community Reinvestment Act*) se han estado divulgando desde 1990.

Adicionalmente, la Ley Sarbanes-Oxley de 2002, y las reacciones del mercado a escándalos contables recientes como el de Enron y algunos otros, han presionado fuertemente para que se realice una información mayor y más precisa sobre las organizaciones negociadas públicamente. La Ley Sarbanes/Oxley, por ejemplo, exige CEO (*Chief Executive Officer*) y CFO en todas las empresas públicas para poder certificar la precisión de los informes que archivan con la SEC y comentan sobre la efectividad de sus controles internos. Esta ley también instruye a las empresas públicas a divulgar cambios materiales de forma rápida y actual; la ley acorta el lapso para reportar transacciones interiores, fortalece el proceso de revisión de divulgación SEC, hace más estrictos los requisitos del comité de auditores, permite que haya mayor vigilancia de las empresas contables y limita los servicios no auditados que estas empresas pueden ofrecer.

En tanto que la legislación Sarbanes-Oxley está orientada a las corporaciones negociadas públicamente, algunas partes de esta Ley se aplicarán a un grupo de bancos mucho mayor. Por ejemplo, los requerimientos para cumplir con FDICIA (*Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act*) harán extensivas las provisiones que contiene la ley acerca de la independencia del auditor a los bancos cuyos activos superen los 500 millones de dólares de Estados Unidos, y las agencias bancarias han propuesto ampliar varias provisiones de la ley sobre buen gobierno (*governance*) corporativo a los bancos negociados públicamente, cuando sean apropiadas.

Tal como lo mencioné anteriormente, el tercer pilar del Acuerdo de Capital de Basilea II incrementará aun más las divulgaciones públicas por parte de los mayores bancos de Estados Unidos. Aunque aún no se han especificado los estándares de divulgaciones finales, la aparición reciente del Tercer Documento Consultativo (2003) indica que los grandes bancos de Estados Unidos que adopten el marco estructural de Basilea II, quedarán sujetos a divulgaciones amplias relativas a su estructura de capital, a la mitigación de su riesgo crediticio, a la bursatilización de activos y a la evaluación de su riesgo crediticio, riesgo de mercado, riesgo de tasa de interés y riesgo operacional.

Los supervisores bancarios tendrían necesariamente un importante papel que desempeñar en cada uno de estos pasos. Todos estos pasos, además, ayudarán a aportar un mayor rango de información para los inversionistas y a los clientes bancarios en los próximos años, e incrementarán el grado de escrutinio sobre las informaciones bancarias.

Sin embargo, a medida que los bancos continúan moviéndose hacia instrumentos financieros más complejos y negociados de forma activa, sin lugar a dudas que la transparencia bancaria continuará siendo un reto.

IV. ¿Qué información de carácter único podrían promover los supervisores?

Debido a la función sistémica de la industria bancaria en nuestra economía, y dada la complejidad de sus actividades y la dificultad de informar sobre dichas actividades, a los supervisores bancarios se les encomienda comprometerse en un proceso de exámenes bancarios formales. Estos exámenes proporcionan a los supervisores un acceso minucioso a las actividades bancarias y los colocan en una posición inigualable para recopilar y analizar los datos bancarios.

En su evaluación de los bancos, por ejemplo, los examinadores hacen uso de información interna y privilegiada de cada banco, así como de información confidencial de los clientes, todo lo cual generalmente no está disponible para los participantes del mercado que tratan de seguir la trayectoria de las condiciones y del desempeño de una institución. El análisis de dicha información y los pasos que dan los bancos para controlar y manejar el riesgo, al ser considerados en su totalidad, conforman gran parte de las bases necesarias para comprender la exposición al riesgo en los bancos.

Las agencias supervisoras también dedican buena cantidad de recursos al examen de bancos y han desarrollado los sistemas de calificación CAMEL (*Capital, Assets, Management, Earnings, Liquidity*) y BOPEC (*Bank, Others, Parent, Earnings and Capital*), así como procedimientos relacionados con los mismos, a fin de analizar las organizaciones bancarias. Estos recursos de la supervisión, junto con el acceso a la información interna, le permiten a los examinadores bancarios lograr hacer hallazgos factuales y llegar a conclusiones que serían de gran interés para los clientes y los inversionistas bancarios. Mucho de este análisis a profundidad no está fácilmente disponible por parte de otras fuentes independientes.

Como resultado de ello, los examinadores logran tener un conocimiento detallado de las condiciones bancarias individuales que podrían resultar útiles de varias formas. Por ejemplo, la divulgación de las posiciones financieras, de las concentraciones de riesgo y de los perfiles de activos, podría proporcionar una nueva y valiosa fuente de información para el mercado. Además, los examinadores quedarían en una buena posición para identifi-

car las deficiencias de las propias divulgaciones públicas del banco.

V. Opciones posibles para incrementar la divulgación de los supervisores

A medida que avanzamos hacia el tercer pilar del Acuerdo de Capital revisado y nos apoyamos más en la disciplina de mercado, algunas personas han sugerido, y yo personalmente coincido con ellas, que la información sobre supervisión podría ayudar a los mercados para estar mejor informados y por lo tanto, se reforzaría la disciplina de mercado.

Existen varias formas diferentes en que los supervisores podían ayudar a incrementar el nivel de divulgación en la banca y con ello reforzar las fuerzas de mercado. Permítanme mencionar, por el momento, tres enfoques básicos que podrían utilizarse.

1) *Evaluación y revisión supervisora de las propias divulgaciones del banco*

Una iniciativa posible consistiría en hacer que los examinadores revisaran la adecuación y la precisión de las propias divulgaciones de la organización bancaria. A los examinadores ya se les está conduciendo, a realizar parcialmente esta función a medida que, durante un examen, hacen una revisión cuidadosa de las fuentes de información externas e internas de un banco o de una organización bancaria y evalúan la inherente exposición al riesgo. Como ejemplo, el Grupo de Servicios Financieros PNC tuvo que volver a declarar sus ingresos después de que los examinadores del Sistema Federal de Reserva objetaron la forma en que PNC estaba contabilizando los préstamos que hizo a varias subsidiarias. La mayor parte de nosotros estima que los examinadores deberían continuar ampliando este papel, tal como se recomendó en el estudio del personal ejecutivo del Sistema Federal de Reserva sobre “Mejoras en la Divulgación Pública en la Banca”.

Sin embargo, existen algunas preguntas acerca de que tan lejos deberían avanzar los examinadores en materia de revisar las divulgaciones bancarias y cómo pueden efectivamente complementar y no duplicar, los esfuerzos similares que llevan a cabo los auditores externos e internos, la SEC (*Security Exchange Comisión*) y la nueva Junta de Supervisión Contable de Compañía(s) Pública(s). En particular, debemos ser muy cautelosos para no transformar los exámenes bancarios en auditorías. Un paso tal podía alterar la tradicional función que cumplen los examinadores al evaluar las

exposiciones al riesgo del banco y hacer un uso, que resultara, menos óptimo de los recursos del examen.

2) *Divulgación de hallazgos esenciales o significativos del examen*

Como una segunda opción, los supervisores podrían requerir a los bancos que divulgaran los hallazgos esenciales o significativos del examen. A pesar de que SEC ya exige a los bancos negociados públicamente que divulguen cualquier noticia significativa de manera oportuna, diferentes bancos han seguido prácticas diversas sobre divulgación de aquellos aspectos de supervisión que pudieran considerarse esenciales o útiles para el mercado. Estas diferencias de interpretación y de prácticas de divulgación pueden provocar que haya agentes del exterior que se queden sin conocer elementos importantes. La divulgación de hallazgos significativos del examen podía, por lo mismo, ayudar a hacer que las propias divulgaciones de un banco, fueran más precisas y que reflejaran mejor las preocupaciones de la supervisión. Al mismo tiempo, el prospecto de tener que hacer tales divulgaciones proporcionaría a los bancos un incentivo adicional para monitorear y administrar sus exposiciones a riesgo de manera cuidadosa y cumplir así con los objetivos de regulación. En otras palabras, tales divulgaciones facilitarían con certeza el papel del mercado.

Para implementar esta propuesta, los examinadores deberían discutir con la gerencia del banco aquellos hallazgos del examen que se consideren que son significativos. Dichos hallazgos podían incluir problemas de la calidad del crédito, debilidades serias de los controles internos y de los sistemas de administración de riesgo, riesgos substanciales de mercado, o concentraciones de actividad o de portafolio de préstamos. También podían abarcar omisiones en la estructura de la junta o de la gerencia, o una falla en el mantenimiento del capital adecuado con respecto a las exposiciones de riesgo bancario. Las violaciones regulatorias significativas, tal como las citan los examinadores, deberían más adelante divulgarse al público. El banco o la compañía controladora bancaria, no la organización examinadora, sería responsable de realizar las divulgaciones apropiadas o de mostrar que estos hallazgos ya habían quedado reflejados en el reporte bancario.

En sus conversaciones, los examinadores y los banqueros también podían trabajar para lograr un acuerdo acerca de la terminología descriptiva que se utilizaría para divulgar los hallazgos y los elementos significativos del examen. Este paso ayuda

ría a asegurar que la agencia examinadora documente adecuadamente sus hallazgos, que el banco comprenda claramente su responsabilidad en la elaboración de las divulgaciones y que los participantes del mercado tengan menor probabilidad de malinterpretar la severidad de cualesquiera problemas. Más adelante, estas discusiones podrían conducir a elaborar métodos para la divulgación de debilidades o problemas con suficiente detalle, a la vez que permitirían preservar por completo la confidencialidad de la información de los clientes. Además, se debía dar una oportunidad a los banqueros de que proporcionen al público información complementaria que vaya al parejo de las medidas que piensan tomar para emprender los puntos resalta- dos por la supervisión.

Como un todo, la divulgación de los hallazgos importantes del examen y las discusiones subya- centes entre banqueros y examinadores podía ayudar a que se dé un diálogo constructivo, y a veces intenso, entre los banqueros, el mercado y las autoridades supervisoras. También me gusta- ría hacer notar que la opción de divulgación po- día ayudar a reducir la severidad de muchos de los problemas identificados por los examinado- res, puesto que los banqueros se verían estimula- dos a divulgar y a empezar a atacar estos pro- blemas en una etapa inicial. La divulgación de los hallazgos del examen representa además un cre- cimiento natural del proceso de examinación y puede ayudar a proporcionar una mayor consistencia a la información que los bancos negociados públicamente deberían de estar ya divulgando conforme a las regulaciones de la SEC.

Una pregunta de implementación final se refiere a ¿qué bancos debería exigírsele divulgar hallazgos clave del examen?, ¿sólo a las grandes y complejas organizaciones bancarias?, ¿a todas las organizacio- nes bancarias negociadas públicamente?, o ¿a todos los bancos? Dado que a todas las organizaciones bancarias negociadas públicamente ya se les exige, por parte de SEC, divulgar cualquier hallazgo esen- cial o significativo, dichas organizaciones propor- cionarían un punto de partida lógico. Estas organi- zaciones informan a los inversionistas, al menos trimestralmente o de manera más frecuente en los casos necesarios. Dependiendo de la incompeten- cia de los hallazgos del examen, estas organiza- ciones podrían hacer las divulgaciones pertinentes en su siguiente informe trimestral o, en caso de haber más urgencia, a través de comunicados de prensa especiales. Para los bancos más pequeños negociados no públicamente, la divulgación de los hallazgos importantes del examen es más problemá- tica. Las acciones de estas instituciones a menudo están

mantenidas de manera cerrada o no se comercian ampliamente, por lo que hay medios de disponibi- lidad rápida para impulsar la divulgación en una forma sistemática.

3) Divulgación de las clasificaciones de los exámenes bancarios

Otra opción a ser considerada es la divulgación de las calificaciones de exámenes a bancos o compa- ñías controladoras. Puesto que las calificaciones de los exámenes reflejan la evaluación de examinado- res experimentados, la divulgación de estas califi- caciones podría proporcionar importantes inte- riorizaciones con respecto a la condición de los bancos.

No obstante lo anterior, me siento menos recon- fortado con la divulgación de las calificaciones de los exámenes que con la divulgación de hallazgos significativos de la supervisión. De hecho, hay una serie de aspectos asociados con la divulgación de ca- lificaciones que requerirán de un mayor estudio así como discusión. Resulta de máxima importancia el hecho de que las calificaciones de los exámenes es- tán diseñadas para el uso interno de las agencias bancarias. Vienen acompañadas de muy poca expli- cación, contienen pocos diálogos con el banco, y por lo común uno necesita considerablemente más in- formación de la que se puede proporcionar al mer- cado para entender cabalmente el análisis que se encuentra detrás de la calificación.

Si las calificaciones de los exámenes se divulgaran públicamente sin datos y comentarios adicionales significativos, podrían surgir varios problemas de importancia. Por ejemplo, un motivo de máxima preocupación sería la posible sobre-reacción por parte de los participantes del mercado siempre que fracasaran en interpretar correctamente las califi- caciones de los exámenes. Asimismo, los exámenes podrían volverse menos útiles para los fines de la su- pervisión si las circunstancias requirieran que los examinadores simplificaran el sistema de califi- caciones y sus análisis subyacentes. Otra dificultad po- tencial sería la de mantener calificaciones razona- blemente consistentes entre bancos, dadas las dife- rencias existentes en las actividades bancarias, en el tamaño de operaciones y en los supervisores prima- rios. Otra preocupación crítica consiste en saber si la divulgación de las calificaciones de los exámenes serviría para reemplazar, reducir o desconcertar a las fuentes de información y análisis del mercado privado, resultado que debilitaría en lugar de refor- zar el papel del mercado.

También estoy preocupado por el hecho de que la asignación de calificaciones de exámenes, en parte, puede resultar regresiva, al enfocarse hacia

lo que la gerencia bancaria había hecho anteriormente, en lugar de orientarse hacia donde se dirige ahora el banco. Por ejemplo, los examinadores pueden continuar calificando a un banco de manera adversa aun después de que empiece a dar los pasos apropiados para corregir problemas anteriores; una buena razón para hacerlo es la de asegurar una labor de supervisión estrecha sobre el banco, hasta que se recupere por completo. En la medida que esto ocurra, la divulgación de las calificaciones de los exámenes podría conllevar malentendidos acerca del mercado, por lo tanto, podría fracasar en cuanto a la labor de proporcionar una fuerza positiva para la guía de las actividades en curso.

Reconozco que los supervisores han dado pasos importantes en los años recientes para hacer que los exámenes se enfoquen más hacia el riesgo y reflejen las actuales posiciones al mismo y las que están en prospecto. También reconozco que los examinadores podrían dar a conocer al mercado alguna información complementaria que se encuentra en las calificaciones, pero dudo que esto sea suficiente, o incluso posible; en todos los casos y podría llevar al mercado a tener un panorama incorrecto de un banco.

Creo que dichos problemas podrían evitarse ampliamente a base de orientar las divulgaciones hacia los hallazgos significativos de los exámenes y de la información correlacionada más que hacia las calificaciones mismas.

VI. Comentarios para concluir

Hay una variedad de factores que están incrementando la importancia de la disciplina del mercado y de la divulgación de la información en la banca. La revolución financiera que está llevando a nuestra industria bancaria hacia muchas nuevas direccio-

nes, le está asignando al mercado un papel creciente en la determinación de lo que hacen los bancos, cómo lo hacen y de cuáles serán sus recompensas. A cambio, hemos visto a la industria bancaria volverse más innovadora y ser capaz de responder a las necesidades de los clientes e inversionistas financieros. Sin embargo, para que todo este proceso marche e impulse una industria bancaria sana y capaz, los participantes en el mercado deben tener acceso a información precisa, comprensiva y oportuna. Es más, estos requerimientos de información se están generando al mismo tiempo en que los productos bancarios y financieros se están volviendo más complejos y, en muchas formas más opacos.

A pesar de que los supervisores bancarios deben ser muy cuidadosos en la definición del papel que desempeñan en los mercados financieros, podrían inyectar una crucial fuente de transparencia al proceso del mercado. Lo más notorio es que los supervisores tienen acceso a una diversidad de información en los bancos, incluyendo información tanto pública como confidencial. Además, los supervisores gastan recursos sustanciales en el análisis de esta información y en la evaluación de la condición de los bancos individuales.

Como resultado, una divulgación incrementada de información sobre supervisión podría tener un valor significativo para el mercado y es, consecuentemente, un tema que merece que se le de mayor pensamiento y que se estudie más por parte de todos nosotros. Pienso que una opción de supervisión, que requiere que los bancos comerciados públicamente divulguen cualquier debilidad significativa o hallazgo esencial que haya sido identificado por parte de los examinadores pudiera ser prontamente incorporada a las políticas de divulgación y examen, lo que podría ayudar enormemente a enfatizar la efectividad de la disciplina del mercado.

La Corporación de Poseedores de Bonos Extranjeros*

Paolo Mauro
Yishay Yafeh

I. Introducción

La coordinación mejorada de acreedores en los casos de incumplimiento soberano es un objetivo clave de algunas propuestas para reformar la arquitectura financiera internacional, sobre todo de las que están relacionadas con un mecanismo de reestructuración de deuda soberana, con un uso más definido de cláusulas de acción colectiva y con un código de conducta voluntario para acreedores y deudores soberanos.¹ En la era actual de financiamiento de bonos, la coordinación crediticia es probablemente aún más difícil de lo que fue en los años setenta y ochenta, cuando el grueso de los flujos hacia los mercados emergentes asumió la forma de préstamos bancarios sindicados. Los poseedores

de bonos son más numerosos, más anónimos y se coordinan más difícilmente que los bancos. Por lo tanto, hoy en día pueden hallarse lecciones potenciales sobre una coordinación mejorada entre acreedores a base de escudriñar en el pasado, examinando la experiencia de la etapa previa más reciente de financiamiento de bonos, y de integración financiera global, principalmente, el período entre 1870 y 1913.

Este estudio se centra en los trabajos detallados de la Corporación de Poseedores de Bonos Extranjeros (CFB, por sus siglas en inglés), institución que formalmente fue creada en 1868 por inversionistas privados para ayudarse a coordinar acciones en casos de incumplimiento internacional. La CFB, una asociación de inversionistas británicos fundada en Londres, que poseían valores extranjeros, estuvo muy activa y tuvo mucha influencia entre finales de la década de 1860 (cuando los préstamos internacionales se dieron en gran escala) y los primeros años de la década de 1950 (época de las últimas reestructuraciones de los incumplimientos internacionales que se produjeron a principios de la década de 1930).² La CFB resulta de particular interés

* Traduce y publica el CEMLA, con la debida autorización, el trabajo de P. Mauro e Y. Yafeh, del Fondo Monetario Internacional y de la Universidad Hebrea de Jerusalén y de la Universidad de Montreal, respectivamente. Publicado con el título *The Corporation of Foreign Bondholders*, Departamento de Investigación del FMI, en mayo de 2003 (Documento de Trabajo, n° WP/03/101). Los autores quieren dejar constancia de su agradecimiento a Barry Eichengreen, Raghu Rajan, Nathan Sussman y a los participantes en la sesión sobre “Los mercados emergentes y la integración financiera internacional: entonces y ahora”, de las reuniones de la Asociación Económica Americana, Washington, enero de 2003, así como a los participantes en los seminarios de la Universidad Rutgers y de la Universidad de Stanford. Priyadarshani Joshi aportó una muy útil asistencia de investigación. Este documento es parte de una agenda de investigación más amplia sobre “Mercados emergentes e integración financiera global: en nuestros días y en el período 1870-1913”, elaborada conjuntamente con Nathan Sussman. Los puntos de vista expresados en este documento corresponden a los autores y no necesariamente representan los puntos de vista del FMI o de la política del FMI. Las direcciones electrónicas de los autores son: pmauro@imf.org; msyafeh@pluto.msc.huji.ac.il.

¹ Véase por ejemplo, Fondo Monetario Internacional (2003), Krueger (2002), y Rogoff y Zettelmeyer (2002).

² A pesar de que en otros países se establecieron asociaciones de poseedores de bonos similares en diferentes momentos de la historia, la CFB fue la que más tiempo había durado, la más conocida y la más importante de esas instituciones, a la luz de la preeminencia de Londres como principal centro financiero durante el período que nos concierne. Entre otras asociaciones de poseedores de bonos, figuran la Asociación Belga para la Defensa de los Poseedores de Fondos Públicos (Bélgica), la Asociación Nacional de Poseedores Franceses de Valores Mobiliarios (Francia), la Asociación Suiza de Banqueros (Suiza), la Caja Común de Poseedores de Deudas Públicas Austriaca y Húngara (Francia), el Comité de la Bolsa de Valores de Amsterdam (Países Bajos), el Consejo de la Deuda Pública Repartida del Antiguo Imperio Otomano (Francia), el Consejo Protector de Poseedores de Bonos Extranjeros (Estados Unidos), y el

hoy en día, al haber operado durante la primera era de financiamiento de bonos para mercados emergentes, en un momento en el que muchos países, catalogados desde grandes (Argentina, Brasil, China, Japón, Rusia, Turquía...) hasta pequeños (Antigua, Guatemala, Liberia,...), emitieron bonos en Londres (Mauro, Sussman y Yafeh, 2000, cuadro 1). Esa era tiene muchas similitudes con el entorno actual; de hecho, es solamente hasta la década de 1990 cuando los bonos volvieron a ser considerados vehículos de financiamiento de los mercados emergentes y cuando la integración financiera global alcanzó de nuevo los altos niveles registrados antes de la Primera Guerra Mundial (Obstfeld y Taylor, 1998).³

Los economistas (Eichengreen y Portes, 2000; y Portes, 2000), los abogados (Macmillan, 1995b), y los banqueros inversionistas (Buchanan, 2001) han señalado la potencial relevancia de instituciones como la CFB para el entorno contemporáneo.⁴ Algunos cuantos poseedores de bonos clave ya han dado pasos tentativos en la dirección de volver a crear una asociación de poseedores de bonos: la Asociación de Acreedores de Mercados Emergentes (EMCA, por sus siglas en inglés) se fundó en 2000, aunque hasta el presente se ha centrado en asuntos de arquitectura financiera internacional, y no tanto en jugar un papel explícito en casos de países específicos.⁵

¿Podría una asociación de acreedores remodelada, similar a la CFB, proveer una “alternativa para el sector privado”, o por lo menos proporcionar un complemento a las reformas propuestas como, por ejemplo, la introducción de cláusulas de acción colectiva, o un mecanismo de reestructuración de deuda soberana? ¿En qué aspectos tuvo éxito en el pasado la CFB, y qué tan exitosa sería en el entorno presente? ¿Qué problemas actuales es posible que se resuelvan mediante una asociación de esta índole? Para contestar a las preguntas anteriores, este estudio intenta explorar las similitudes y diferencias fundamentales que existen en este ámbito entre el presente y el período comprendido entre 1870 y 1913; y además trata de proporcionar una descripción actual, lo más deta-

Comité de la Liga de Préstamos (el Reino Unido) (Winkler, 1933 pp. 156-178).

³ De manera más general, Rajan y Zingales (2001), centrándose en el desarrollo financiero doméstico, muestran que los países que hoy se consideran avanzados, estaban financieramente más desarrollados en 1913 que en 1980; sólo hasta muy recientemente han rebasado sus niveles de 1913.

⁴ El sector oficial también ha considerado el papel potencial que tienen los comités acreedores (Fondo Monetario Internacional, 1999; Haldane, 1999, p. 186).

⁵ Véase <http://www.emta.org/ndevelop/emca.pdf>.

llada y comprensiva posible, del modo de operación de la CFB.

Mucho se ha escrito sobre la primera era de la integración financiera internacional, es decir, el período comprendido entre 1870 y 1913, cuando la Gran Bretaña y otros países europeos prestaron grandes cantidades de capital a los mercados emergentes de la época (véase, por ejemplo, Bordo y Eichengreen, 2002; Mauro, Sussman y Yafeh, 2002; y Obstfeld y Taylor, 1998). Fishlow (1985) y Lindert y Morton (1989) proporcionan excelentes panoramas de dicha era, centrándose en los incumplimientos internacionales. La importancia de la CFB en este contexto está bien reconocida, sin embargo, el detalle de sus tareas todavía permanece relativamente sin explorar. Feis (1930), Borchard (1951) y Wynne (1951) trataron el tema inicialmente de forma fascinante. Más recientemente, y de manera muy relacionada con este estudio, se cuenta con un estudio de Kelly (1998) en el que se comentan los incumplimientos soberanos y el comercio internacional en 1870-1913, y también existe una impresionante serie de estudios de Eichengreen y Portes (1986, 1988, 1989a, 1989b y 2000), que analizan tanto la deuda soberana, los incumplimientos, y los ensayos del período entre las dos guerras mundiales (con algunas referencias a casos anteriores y durante los años de la década de 1980), como la CFB con gran detalle. En particular Eichengreen y Portes evalúan la efectividad de la CFB mediante 2 enfoques. En el primero comparan los rendimientos *ex-post* de las tenencias de bonos extranjeros que obtuvieron los poseedores de bonos británicos con los rendimientos de los poseedores de bonos estadounidenses, que carecían de una organización permanente que defendiera sus intereses hasta que se creó, en 1933, el Consejo Protector de Poseedores de Bonos Extranjeros (Eichengreen y Portes, 1989a). En el segundo comparan los retrasos clásicos entre el incumplimiento, la reorganización y el retorno al acceso al mercado, antes y después del establecimiento de la CFB (Eichengreen y Portes, 2000). Por último, Wright (2000) argumenta que el principal papel de la CFB fue el de reforzar el comportamiento colectivo entre acreedores mediante de la difusión de información entre miembros que “desertaron” y prestaron dinero a un país en incumplimiento, mientras lo estaban embargando; para ello presenta un modelo de juego teórico con el que analiza esta función de la CFB.

El análisis que se presenta a continuación se basa sobre todo en nuestras propias lecturas independientes de las fuentes originales (especialmente los Informes anuales de la CFB), pero nuestra interpretación está muy influida por lo que hemos

aprendido sobre este tema en estudios previos. Nuestro objetivo tácito no es solo el de añadir detalles importantes desenterrados a los análisis previos del modo de operación de la CFB, sino también el de proporcionar un punto de referencia único sobre lo que se conoce de la CFB, que previamente estaba repartido en una serie de estudios diferentes.

Nuestra evaluación de la CFB y las lecciones potenciales de su experiencia procede de la siguiente forma: en primer lugar se hace una reseña de las diferencias fundamentales entre el entorno financiero internacional que prevalecía entre 1870 y 1913 y el que existe en nuestros días (sección II), después se analiza el registro de éxitos de la CFB (sección III) y el modo de operación (sección IV). Nuestras principales conclusiones (sección V), se pueden resumir de la siguiente forma: una asociación crediticia remodelada en la actualidad podría en cierta medida facilitar la coordinación entre acreedores, especialmente si se relaciona con la coordinación de poseedores de diferentes clases de bonos emitidos por el mismo país. Al mismo tiempo, hoy en día los poseedores de bonos tienen la sensación de que la deserción supera a la cooperación entre acreedores. De hecho, gran parte de las razones originales para crear asociaciones de acreedores parece haber desaparecido, sobre todo la necesidad de que los acreedores se coordinen en cuanto a la incautación de garantías e ingresos fiscales en los países en incumplimiento. Además, una asociación de acreedores remodelada puede no ser capaz de afrontar los retos que existían en gran medida en el pasado, tales como el evitar los litigios por parte de los acreedores individuales.

II. La necesidad de una coordinación de acreedores: comparación entre el período 1870 a 1913 y el período actual

Hay muchas similitudes entre el entorno financiero internacional que prevalecía entre 1870 y 1913 y el que existe en la actualidad. La escala de los flujos internacionales de capital tenía carácter masivo en la época previa a la Primera Guerra Mundial, cuando representaba una porción mayor del producto de la que ocupa actualmente. La Bolsa de Valores de Londres tuvo una tremenda actividad en los mercados primario y secundario de bonos, la mayoría soberanos, emitidos por los países emergentes de esa época. El préstamo internacional era un negocio arriesgado, y los incumplimientos internacionales, así como las renegociaciones eran un negocio desordenado, durante esa primera era de la integración financiera global, tal como sucede

hoy en día. Tampoco las propuestas actuales para fijar un mecanismo de reestructuración de deuda soberana y para estimular un uso más definido de las cláusulas de acción colectiva de los bonos soberanos, de ninguna manera son completamente novedosas. De hecho, la ausencia de un marco estructural legal claro (aparte del mecanismo de reestructuración de deuda soberana) para lidiar con casos de incumplimiento internacional se echó de menos ya en el año 1873, tal como queda evidenciado por la cita presentada en la primera página. Aún así, los gobiernos con empréstitos soberanos y los inversionistas privados se las arreglan, con diferentes grados de éxito, para dar una cierta estructura a sus a menudo turbulentas relaciones, y para encontrar sus propias vías para lidiar con los incumplimientos internacionales. La CFB emergió espontáneamente como una, posiblemente insuficiente, respuesta de los acreedores privados ante la necesidad de coordinar sus acciones.

No obstante, a pesar de las similitudes en la evaluación de la relevancia potencial que tiene la CFB para la época actual, es importante considerar una serie de diferencias entre el período 1870-1913 y la actualidad. En resumidas cuentas, estas diferencias sugieren que los incentivos para cooperar entre acreedores pueden haber sido mayores en el pasado de lo que son en la actualidad.

· *Amplitud de la inmunidad soberana:* En la época anterior a la Primera Guerra Mundial, la doctrina de la inmunidad soberana hizo prácticamente imposible que los acreedores individuales demandaran a los deudores internacionales. Ya en un momento tan avanzado como en los primeros años de la década de 1950, Edwin Borchard concluyó que como principio general no era posible demandar a un estado soberano por sus bonos públicos (Borchard 1952). Por ejemplo, una corte inglesa de apelación se rehusó a aceptar una acción tendiente a atar las ventas de embarques de guano peruano utilizados como garantía de los préstamos peruanos, aduciendo que los “así llamados bonos significan poco más que compromisos de honor” que no podrían ser cumplimentados sin el consentimiento del gobierno del país deudor (citado en Macmillan 1995a p. 336). En las últimas décadas se ha producido una erosión gradual del principio de la inmunidad soberana. A principios de la década de 1950, Estados Unidos adoptó una política de inmunidad extranjera restringida, por medio de la cual las actividades gubernamentales que también pueden llevarse a cabo por personas privadas pueden quedar sujetas a la legislación comercial doméstica estándar. Esta política se formalizó en la Ley de Inmunidades Soberanas Extranjeras de 1976. La Gran

Bretaña adoptó una legislación similar, la Ley de Inmunidad Estatal, en 1978. Las legislaciones que incluyen a deudores soberanos se han vuelto más comunes en los años recientes, como en el caso, frecuentemente citado de Elliot Associates contra Perú.⁶ La falta de una perspectiva para lograr acciones exitosas de parte de los acreedores individuales puede haber hecho que la coordinación de acreedores se lograra con más facilidad en la época anterior a la Primera Guerra Mundial que en la actualidad.

· *Bonos garantizados, canjes (swaps) entre deuda y capital accionario, incautación de ingresos fiscales y (escaso) uso de cañoneros:* La gama de acciones que podían tomar un grupo de acreedores entre 1870 y 1913 era más amplia de lo que es hoy, con lo que se generaba una mayor demanda por una asociación de acreedores antes de la Primera Guerra Mundial que hoy. Los bonos estaban a menudo garantizados por garantías como por ejemplo un ferrocarril y otros activos fácilmente identificables, o bien por ingresos fiscales específicos. Era común para los acreedores incautar activos o incluso ingresos fiscales (y, en casos extremos, la administración de los ingresos fiscales) de soberanías incumplidas. Aún cuando los bonos no tuvieran una garantía formal, a menudo se usaban para financiar un proyecto específico, tal como la construcción de un ferrocarril, implicando que los acreedores tenían un gusto natural por escoger un activo que pudieran incautarse, en vez de repagos de deuda. Los bonos utilizados para financiar ferrocarriles (incluyendo tanto públicos como privados) representaban un 40% del total de las tenencias de inversiones británicas en activos en ultramar (Feis, 1965, p. 27; Fishlow, 1985, p. 392; Bordo, Eichengreen y Kim, 1998, pp. 16-17).⁷ Incautar o monitorear un

⁶ En 1995 Perú anunció su Acuerdo Brady de reestructuración de deuda. Un año y medio después, Elliot Associates, un "fondo vulture (buitre)" adquirió algunos préstamos comerciales que estaban garantizados por Perú. Elliot no aceptó bonos Brady a cambio de los préstamos que había comprado. En lugar de ello demandó el pago completo más los intereses. En 2000 Elliot ganó un juicio contra Perú y una orden de arraigo sobre los activos de Perú, que utilizó para retrasar el pago de intereses de Perú a sus acreedores de bonos Brady. Perú se arregló para evitar el incumplimiento en los pagos de los bonos Brady (FMI, 2001, cuadro 2.6). En Singh (2002) se puede obtener una lista de otros esquemas legales destacados contra gobiernos soberanos. Esquemas legales de este tipo han generado gran parte del ímpetu a favor de las actuales propuestas de introducción de cláusulas de acción colectiva, así como un mecanismo de reestructuración de deuda soberana (véase por ejemplo, Krueger, 2000).

⁷ Más de la tercera parte de los bonos ferrocarrileros se utilizaron por entidades de Estados Unidos. La información recogida del *Economist's Investor Monthly Manual* de los años iniciales,

ferrocarril o flujo de ingresos fiscales, requiere recursos sustantivos y por lo tanto proporciona un fuerte incentivo para la cooperación de acreedores. Al mismo tiempo, tal como queda documentado posteriormente, a menudo surgieron conflictos, al observar que había inversionistas que tenían prioridades sobre la garantía, especialmente en los casos en que se usaba la misma garantía para respaldar más de un bono.

Finalmente, en casos extremadamente raros, se recurrió a la diplomacia de las armas. En que medida el uso de la fuerza, real o potencial, afectó la relación entre prestatarios y prestamistas internacionales es un tema que se ha debatido acaloradamente. Tomz (inédito) reseña la experiencia de 300 años de empréstitos y préstamos internacionales y encuentra pocos casos en los que la perspectiva de recibir sanciones directas, tales como: embargos comerciales decomiso de activos, o presión diplomática/militar, haya motivado a los países a cumplir con sus deudas y diera a los inversionistas la confianza para prestar. En tanto que el impacto exacto del uso de la fuerza en el pasado permanece como una pregunta abierta, parece claro que una asociación de poseedores de bonos pudo ocasionalmente acercarse a las autoridades de un país acreedor y trató de persuadirlos de intervenir a su favor; en contraste, los acreedores individuales no hubieran podido ser escuchados. En el entorno actual, ni la incautación de la garantía o de los ingresos fiscales, ni las intervenciones militares son opciones serias, con lo que se reduce la necesidad de cooperación entre acreedores a este respecto.

· *Cantidad de centros financieros.* A pesar de la incuestionable preeminencia que en el pasado tenía Londres como centro financiero para la emisión de bonos de mercados emergentes durante el período de 1870 a 1913 se podían emitir bonos de mercados emergentes en varios centros financieros al igual que en la actualidad. Rusia emitió bonos en varias monedas (libras esterlinas, francos, florines, marcos y rublos: en oro, plata y papel) y en varios centros financieros (San Petersburgo, Londres, París, Amsterdam, Hamburgo, Berlín y Varsovia), a menudo con cláusulas sobre el tipo de cambio o cláusulas sobre el valor metálico. Era común que los países emergentes emitieran un bono simultá-

proporcionada por cortesía del señor Nathan Sussman, sugiere que los bonos ferrocarrileros eran algo menos promisorios que lo que se derivaba en las estimaciones convencionales informadas anteriormente, y que los bonos ferrocarrileros soberanos, frente a bonos privados y a otros bonos ferrocarrileros públicos, ascendían a aproximadamente un tercio del total de los bonos ferrocarrileros.

neamente, con cupones pagaderos en una variedad de monedas. Por ejemplo, China emitió un bono con cupones pagaderos en libras esterlinas, rublos, marcos, francos y yenes (Flandreau y Sussman, 2002). Aunque no hay información disponible estrictamente comparable, la participación de los bonos emitidos en los cuatro o cinco principales centros financieros que había en el pasado no parece diferir mucho con respecto a la que se registra hoy en día. Cuatro países absorbían el 85% del total del acervo de inversiones internacionales en 1914: el Reino Unido (44%), Francia (20%), Alemania (13%) y Estados Unidos (8%) (Woodruff, 1967, p. 154, citado en Fishlow, 1985, p. 394).⁸ Los informes de la CFB mencionan sólo otro país, a saber: los Países Bajos, que había prestado cantidades significativas a los mercados emergentes. Hoy, los cuatro mayores centros financieros absorben una participación aún mayor en las emisiones de bonos de los mercados emergentes que la que hubo en el pasado. De un total de 2,452 bonos emitidos por prestatarios de mercados emergentes, Becker, Richards y Thaicharoen (2002) informan que el 41% están emitidos según la legislación inglesa, 35% conforme a la ley de Nueva York, 10% según la legislación japonesa, 7% conforme a la ley alemana, y el resto en una variedad de otras legislaciones (incluyendo las de Luxemburgo, Italia España, Suiza, Hong Kong SAR [región especial administrada por China] y Austria).⁹ Por lo tanto, la cantidad de centros financieros donde potencialmente se puede emitir hoy no parece ser muy diferente del esquema del pasado.

· *Cantidad y variedad de tipos de bonos.* La cantidad de bonos emitidos por un país dado tendía a ser algo baja en el pasado en comparación con la situación actual. En 1883, Rusia, el mayor prestatario del momento, tenía 23 bonos (aunque tal vez hubiera múltiples emisiones del mismo bono, dado que algunos eran perpetuidades) negociados en Londres y París (Flandreau y Sussman, 2002). En contraste, Argentina tiene actualmente una cifra estimada de 152 diferentes bonos pendientes, emitidos en varios centros financieros, en una diversidad de monedas y jurisdicciones legales, y con diferentes características (Marx, 2003, p. 7). El desacuerdo con respecto al tratamiento relativo de los

⁸ La deuda externa de América Latina estaba algo más concentrada en manos británicas, pero el porcentaje de tenencia de los cuatro mayores países inversionistas es similar, correspondiendo al 88% en 1914: el Reino Unido tenía el 68%; Francia el 14%, Estados Unidos el 4% y Alemania el 2% (Naciones Unidas, 1965, p. 16, citado en Lipson, 1985, p. 48).

⁹ El tipo de legislación y la ubicación del tipo de cambio están estrechamente correlacionadas.

diferentes tipos de acreedores es, por lo tanto, un asunto aún más espinoso en la actualidad de lo que lo era en el pasado.

· *Grado de difusión de los poseedores de bonos.* Tal como señala Olson (1965), el número de miembros potenciales de una organización es un determinante clave para saber si la organización surgirá y operará exitosamente. Hay diferencias sustanciales en lo que concierne al grado de difusión de poseedores de bonos de antes y de ahora, aunque no está claro si a fin de cuentas ellos facilitan o dificultan aún más la coordinación entre poseedores de bonos hoy o en el pasado. A pesar de la falta de evidencia sistemática, parece claro que el número de poseedores individuales finales de bonos soberanos entre 1870 y 1913 era mucho menor en aquel tiempo que el de hoy en día. A partir de las bases de los informes de la CFB, se podría adivinar que el orden de magnitud de los poseedores de bonos de un mercado emergente, típico entre 1870 y 1913 rondaba las centenas, lo que claramente era más que suficiente para presentar retos de coordinación, pero aun así era una cifra manejable que podía caber en un salón amplio. En contraste, hoy parece haber, como mínimo decenas de miles de inversionistas individuales. No obstante, los problemas de coordinación actuales se mitigan sustancialmente en la medida en que la mayoría de los inversores individuales finales mantienen sus bonos en fondos mutuos, mientras que en el pasado esta práctica era menos común.

· *Instituciones financieras internacionales.* Por último, en estudios previos se ha enfatizado que en el entorno actual, las instituciones financieras internacionales mantienen un diálogo continuo con los países miembros sobre sus políticas, a través de la supervisión y, en el contexto de los programas, de la condicionalidad. También han notado que la resolución de las crisis de deuda puede ser más rápida en el entorno actual, en parte por la provisión de nuevos préstamos por parte de las instituciones financieras internacionales. En particular, Portes (2000) ha argumentado que para que el Fondo Monetario Internacional “se pueda salir del gran negocio de los paquetes de rescate” deberán implementarse instituciones adecuadas para lidiar con problemas de deuda internacional, incluyendo asociaciones de acreedores reorganizadas.

III. Efectividad: éxitos y fracasos

Es difícil proporcionar una medición única del grado de éxito alcanzado por la CFB, y en muchos

aspectos los factores compensatorios no quedan claros; se podría incluso especular sobre lo que hubiera pasado si no existiera la CFB. No obstante, varios reportes informativos relacionados con la efectividad de la CFB se incluyen en esta sección, con la clara advertencia de que diferentes lectores pueden interpretarlos de diversas maneras.

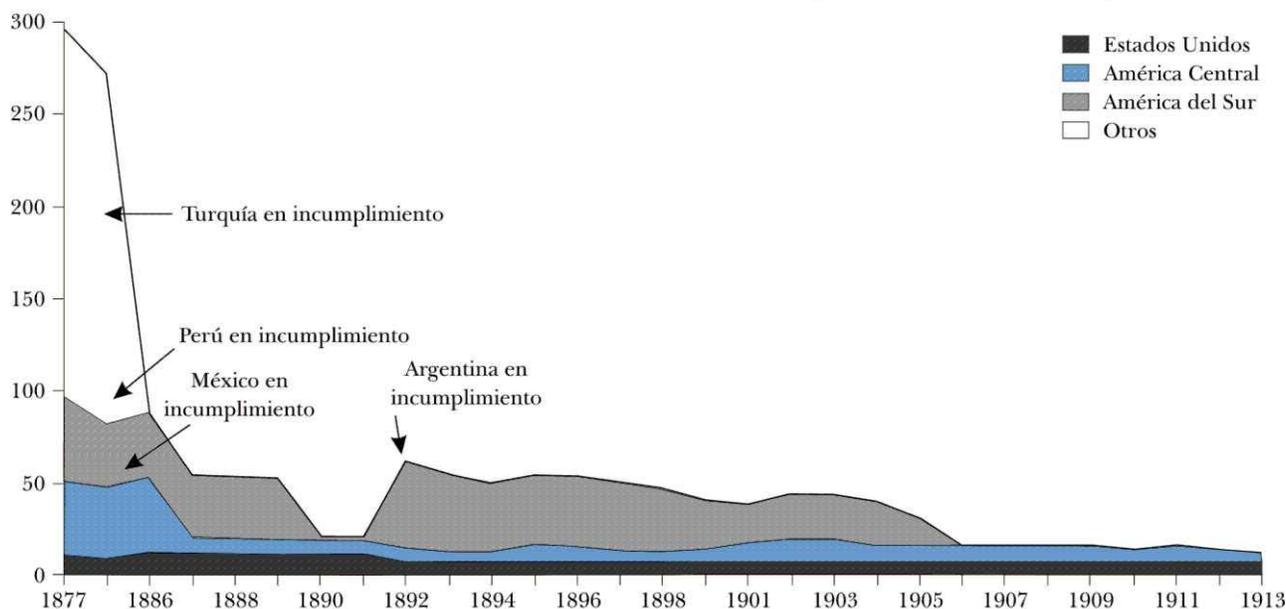
La CFB pudo a fin de cuentas llegar a acuerdos en todas sus renegociaciones con prestatarios importantes, como son: Turquía, España, Grecia, Portugal, México, Argentina y Brasil. Los acuerdos resultaron aceptables para los poseedores de bonos, que de lo contrario hubieran podido rechazarlos. La misma CFB (obviamente no un observador incesgado) parecía esta moderadamente contenta con su habilidad para lograr acuerdos con sus prestatarios más grandes. A principios de la primera década de 1900, la CFB afirmó que había podido manejar a los “países conscientes”; ninguno de los cuales estaba ya en situación de incumplimiento (Informe 1905-1906, pp. 1-2). De hecho, el número de países y las cantidades totales en incumplimiento decrecieron notablemente entre 1870 (cuando empezó a operar la CFB) y los primeros años del siglo XX (gráfica I), aunque ello pudo deberse en parte a otros factores tales como las condiciones macroeconómicas mejoradas en los mercados emergentes del momento.

Para inicios de los años setenta, los únicos países que todavía estaban en situación de atraso eran tres pequeños países latinoamericanos: Costa Rica (desde 1901), Guatemala (desde 1899) y Honduras

(desde 1873). A pesar de la menor frecuencia de nuevos incumplimientos, la CFB lamentó que para los primeros años del siglo XX “... el problema de efectuar liquidaciones satisfactorias de deuda que permanecían en incumplimiento se tornó más difícil”. La CFB reconoció que en países “pequeños y atrasados” había tenido que aceptar pagos insatisfactorios o que enfrentar de manera similar incumplimientos indefinidos (Informe de 1905-1906, pp. 1-2). Para 1913, sólo Honduras permanecía en incumplimiento, además de algunos estados de Estados Unidos.

Los problemas de repago de deuda de algunos países latinoamericanos continuaron durante gran parte del período, especialmente en los casos de los países pequeños que a menudo dejaron de cubrir su deuda durante décadas y, cuando hacían los repagos, favorecían a los acreedores locales o a los de Estados Unidos. Por ejemplo, a Honduras se le criticaba de la siguiente forma: “Es increíble que el gobierno prefiera (rechazar una oferta de la CFB y) llegar a treinta y un años de incumplimiento ininterrumpido e indecoroso” (Informe de 1901, p. 23). Costa Rica, en incumplimiento durante 22 de los 39 años precedentes, tendía a pagar sus obligaciones internas a la vez que incumplía con su deuda externa (Informe de 1909, p. 23): “La conducta del Gobierno de Costa Rica, al dejar en total incumplimiento año tras año su deuda externa, al mismo tiempo que paga regularmente sus obligaciones internas es propia de la más severa condena” (Informe de 1903, p. 22). Ecuador completó

GRÁFICA I. PRÉSTAMOS EN SITUACIÓN DE INCUMPLIMIENTO, 1877-1913 (en millones de libras esterlinas)



FUENTE: Informes anuales de la Corporación de Poseedores de Bonos Extranjeros.

NOTA: La información no es válida para los períodos de 1878-80, 1882-85 y 1899. Los incumplimientos de deuda prominentes, de parte de Argentina, México, Perú y Turquía están realizados.

un ferrocarril, a la vez que incumplía con los poseedores de sus bonos externos, mediante la inversión de una suma igual a la de su deuda externa. La CFB criticaba en menor medida a Ecuador (Informe de 1907, p. 11) que a Honduras, posiblemente porque veía la inversión en un ferrocarril como algo productivo y que a fin de cuentas generaba una mejor capacidad de repago. Guatemala prefirió continuar pagando intereses a los poseedores de bonos estadounidenses, pero no así a los británicos (Informe de 1909, pp. 24 y 25); lo mismo hicieron Honduras y Ecuador. Guatemala incluso permitió que una agrupación estadounidense adquiriera los derechos de la exportación de café. En Honduras, se le arrendó un ferrocarril a una compañía estadounidense y en Ecuador la mitad de los derechos de exportación se entregó como garantía de un préstamo estadounidense.

Algunos de los estados sureños de Estados Unidos representaban otra fuente constante de problemas para la CFB. Los intentos por negociar deudas atrasadas con Alabama, Virginia y otros estados a principios de la década de 1870 fueron poco exitosos. Una de las fuentes de las dificultades consistió en que la coordinación debía hacerse con los poseedores de bonos de Nueva York (véase más adelante). Aún más, la capacidad de los poseedores de bonos para tener acceso a las cortes de Estados Unidos se vio severamente limitada, debido en parte a la enmienda constitucional que impedía a los individuos llevar a cabo acciones legales contra los estados (Informe de 1907, p. 16). Estos estados de Estados Unidos en incumplimiento también favorecieron a los acreedores estadounidenses (Informe de 1911, pp. 11-13).

Cabe preguntarse por qué la CFB logró, eventualmente, acuerdos aceptables con los mayores prestatarios, en tanto que parece haber fracasado en sus tratos con los prestatarios de América Latina y de los estados del sur de Estados Unidos. La respuesta parece relacionarse con la política internacional y la capacidad de pedir prestado en los mercados estadounidenses (que pudieron proporcionar suficiente financiamiento a los estados del sur de Estados Unidos y a los países pequeños de América Latina, pero no a los mercados emergentes mayores). De hecho, el deseo de pagar parece haber tenido una mayor importancia que la capacidad de pago (calculado utilizando como variable sustituta la deuda per cápita u otros indicadores macroeconómicos). El Informe anual de 1908 de la CFB (pp. 11-15) hace la comparación entre Ecuador, que logró hacer una liquidación a sus acreedores y otros países latinoamericanos en este aspecto. Su conclusión es que los cargos pesados de deuda no son la causa de los incumplimientos. Por

ejemplo, Uruguay pagó su deuda aun cuando era mayor, expresada como per cápita que la de los tres casos de incumplimiento anteriormente mencionados. La excelente historia de Venezuela en materia de repagos (algunos años después del bloqueo militar de los países acreedores) es elogiada como “un récord en la historia de las pequeñas repúblicas hispanoamericanas”. El Salvador también tenía una excelente reputación. Por el contrario, Guatemala permaneció en incumplimiento durante 13 años y rechazó cuatro acuerdos de negociación a pesar de su relativamente baja carga de deuda (Informe 1911, pp. 20-24).

El deseo de los países de pagar sus deudas a los poseedores de bonos británicos estuvo probablemente determinado por sus relaciones con la Gran Bretaña como socio comercial (Kelly, 1998) y como superpotencia internacional. Países como Argentina, que a pesar de su posición geográfica, veía a la Gran Bretaña como un socio importante, eventualmente, llegó a un acuerdo con los poseedores de bonos británicos. En contraste, tal como explícitamente lo reconoció la propia CFB, algunos de los países pequeños de América Latina estaban evadiendo el pago refugiándose en la Doctrina Monroe, que consideraba a América Latina como el “traspatio” de Estados Unidos, así como su esfera de influencia (Informe de 1911, p. 26). Una indicación de que esto no era un factor importante es la significativa reducción de los márgenes de los bonos latinoamericanos entre 1901 y 1905 que se produjo después de la afirmación del Presidente Teodoro Roosevelt en el sentido de que no dejaría que los países latinoamericanos usaran la protección de Estados Unidos para evitar el pago de la deuda. Esta disminución reflejaba el optimismo inversionista acerca del prospecto de negociaciones de liquidaciones exitosas con los países de América Latina (Informe de 1904 p. 11). El fracaso de la CFB y el éxito de los acreedores estadounidenses en lo que concierne a los países de América Latina y de los estados del sur de los Estados Unidos, también muestran que los lazos comerciales y la política internacional son mucho más importantes a este respecto de lo que lo es la coordinación de acreedores, toda vez que los poseedores de bonos estadounidenses no contaban con una asociación permanente durante este período.

Eichengreen y Portes (2000) nos dan otra evaluación sobre el récord de éxitos de la CFB, al destacar, con base en Suter (1992), que la duración promedio de los períodos de incumplimiento (o el tiempo requerido para llegar a una liquidación) era menor durante el apogeo de la CFB que en los demás períodos. Los incumplimientos duraban en promedio cerca de seis años en el período com-

prendido entre 1871 y 1925, lapso que podría parecer largo conforme a los patrones de hoy en día, pero es mucho más corto que el tiempo que duraban entre 1821 y 1870 (14 años) y entre 1925 y 1976 (más de 10 años). Además, analizando una amplia muestra de bonos emitidos en Londres y Nueva York en la década de los años veinte, Eichengreen y Portes (1981a) muestran que los poseedores de bonos británicos tuvieron mayores tasas de retorno *ex-post* sobre sus tenencias de bonos extranjeros que las que obtuvieron los estadounidenses. Ellos sostienen que esta diferencia podría derivarse en parte del modo en que los poseedores de bonos británicos estaban organizados por medio de la CFB y los poseedores de bonos estadounidenses carecieron de una asociación permanente durante gran parte del período en consideración.

Por último, sería interesante conocer si la presencia de la CFB afectó la frecuencia de los incumplimientos. En la actualidad, los oponentes a un mecanismo de reestructuración de deuda soberana o a cláusulas de acción colectiva, arguyen que los acuerdos orientados a facilitar el proceso de reestructuración pueden provocar que los incumplimientos sean más frecuentes. A pesar de que entre 1870 y 1914, los incumplimientos no se daban con especial frecuencia, en comparación con otros períodos, hay desafortunadamente muchos otros determinantes de incumplimiento (y de problemas de endogeneidad potenciales; siendo la misma CFB una respuesta a incumplimientos anteriores) para poder señalar algo a guisa de conclusión. En este contexto, la CFB, en ese entonces, probablemente haya dicho que uno de sus objetivos era dejar que los países prestatarios supieran que si incumplían, tendrían una dura contraparte negociadora capaz de llevar a cabo acciones coordinadas para tratar de castigarlos. Además, resulta interesante notar, que, a la vez que le proporciona a los inversionistas información sobre *todos* los países prestatarios, la CFB estaba en primera instancia en el negocio de tratar con incumplimientos después de que éstos se producían. Claramente, sin embargo, el impacto *ex-ante* de la CFB sobre los incumplimientos es aún una pregunta abierta.

El récord de la CFB podría verse como el límite superior de lo que podría esperarse que fuera una moderna asociación de poseedores de bonos, por dos razones. La primera es que la CFB fue la asociación de poseedores de bonos más exitosa y de más larga duración en la historia. La segunda es que los incentivos para apartarse de los acuerdos cooperativos entre acreedores son, probablemente, mayores hoy que antes. Para hacer una síntesis de la evaluación de su efectividad, la CFB tuvo un récord global muy impresionante, aún cuando no

pudo garantizar liquidaciones de pagos exitosas por parte de los pocos países con incumplimiento de pagos que no querían recuperar su acceso a los mercados de capital de Londres y de Europa de modo más general. Para analizar la fuente de los éxitos y fracasos de la CFB se pasará a analizar en detalle su forma de operar.

IV. La Corporación de Poseedores de Bonos Extranjeros: modo de operación

1) Los objetivos de la CFB: obtención de información y coordinación crediticia

El objetivo final de la CFB era la protección de los intereses de los poseedores de valores gubernamentales, estatales o municipales extranjeros. Ese objetivo se perseguía a base de proporcionar información a los poseedores de bonos sobre los países prestatarios (en particular, de los países de menor desarrollo relativo), y mediante el impulso a la coordinación entre acreedores, especialmente en casos de incumplimiento. La información proporcionada a los poseedores de bonos incluía grandes cantidades de datos y comentarios económicos, así como análisis de los desarrollos políticos. Por ejemplo, la CFB recopiló dieciocho volúmenes de recortes de periódico sobre Brasil en el período 1870-1913 y un total de 500 volúmenes con información y correspondencia de la CFB con diferentes países. También tuvo agentes en varios países proporcionándole “información valiosa y a menudo confidencial” que ponía a la disposición de sus miembros (Informe 1873). Los Informes anuales de la CFB incluían un cúmulo de información sobre países individuales, como por ejemplo un compendio histórico de deuda e incumplimiento, estadísticas comerciales, datos de gasto y endeudamiento fiscal, así como sobre el entorno político.

La coordinación entre poseedores de bonos para tomar acciones *versus* los países prestatarios se daba de varias maneras, mismas que se presentan con detalle más adelante. Se puede argumentar que la obtención de información en sí facilitó la coordinación entre acreedores; los acreedores tenían más probabilidad de llegar a acuerdos sobre una estrategia común, si lograban basar sus decisiones en análisis e informaciones similares. Aún más, la biblioteca y el salón de lectura de la CFB, así como las conferencias que tuvieron lugar en la CFB sobre temas de interés para sus miembros, deben haber brindado a sus miembros oportunidades de intercambiar ideas y de socializar entre ellos. Por último, la CFB proporcionó una simple, pero crucial, pieza de información, que de otra manera no

pudo haber estado disponible fácilmente para los poseedores de bonos, y que consistía principalmente en dar a conocer si los países habían incumplido con algún poseedor de bonos. Wright (2000) sugiere que esta pieza de información ayudó a reducir la probabilidad de que otros acreedores pudieran extender nuevos créditos a un país en incumplimiento.

2) *La historia institucional, la organización y los incentivos a los funcionarios de la CFB*

La CFB se fundó en 1868 y se constituyó como sociedad mediante licencia de la Junta de Comercio en 1873. En los primeros decenios de existencia, la CFB fue a menudo criticada por ser muy proclive a llegar rápidamente a finiquitos de reestructuraciones de deuda que eran desfavorables para los poseedores de bonos, debido a la excesiva influencia que tenían dentro de la CFB los bancos que estaban involucrados en el negocio de las suscripciones de bonos (Feis, 1930; Portes 2000, pp. 58-59).¹⁰ La CFB se reconstituyó entonces en 1898 (por Ley Especial del Parlamento en 1897) y la influencia de los bancos suscriptores en la misma se redujo mediante la revisión del mecanismo de elección. Comenzando en 1898, el Consejo (cuerpo gubernamental) de la CFB estuvo constituido por 21 miembros, seis de los cuales eran designados por la Asociación Británica de Banqueros, seis por la Cámara de Comercio de Londres y nueve escogidos por el Consejo como un todo (a partir de los “poseedores de certificados” seleccionables). La mayoría de los miembros después de 1898 fueron, por lo tanto, designados por órganos externos independientes, en contraste con la predominancia bancaria en los años anteriores. Para ayudar a disipar cualquier preocupación que permaneciera aún, todos los informes anuales que empezaron en 1903 incluían una clara exposición

¹⁰ *The Economist* argumentó que “es notable que en todos los arreglos de negociaciones de deudas de estados extranjeros se ejerce una poderosa influencia sobre los poseedores de bonos por parte de las agencias emisoras, que consideran prácticamente imposible hacer negocios frescos con deudores mientras dura el incumplimiento y que, están, por lo mismo, ansiosos de que se logre algún tipo de liquidación, especialmente porque las liquidaciones de este tipo que rinden beneficios sustanciales en forma de comisiones, van sucedidas frecuentemente por nuevos préstamos” (20 de noviembre de 1897, p. 1624). De manera similar, “existen las casas financieras interesadas en préstamos externos que, estando muy al tanto del hecho de que el negocio está, en su conjunto, totalmente impedido en tanto dure el incumplimiento, están también dispuestos a llegar a un acuerdo, con el interés personal como único guía en el tema. Sin embargo, fue precisamente por el hecho de reconocer la existencia de estos males que la corporación fue constituida” (20 de febrero de 1897, p. 276).

sobre los orígenes, las funciones y los procedimientos de la CFB.

La CFB era una organización no lucrativa y muchos de sus funcionarios virtualmente no recibían pago alguno, el estipendio anual era de 1,000 libras esterlinas para el presidente; 500 libras esterlinas para el vicepresidente y 100 libras esterlinas para otros miembros del Consejo. Las actividades de la CFB se financiaban con los intereses de un fondo inicial de 115,000 libras, aportadas por los miembros. La mayoría de los servicios de la CFB para sus miembros se proporcionaban libres de cargos, aunque algunos miembros del Comité eran recompensados con una “pequeña contribución” si se llegaba a algún acuerdo. Tales contribuciones se mantenían bajas para minimizar la posibilidad de que los miembros del Comité pudieran estar tentados a llegar a algún acuerdo acerca de un trato de reestructuración desfavorable sólo por lograr una comisión para ellos.

Los comités de países específicos se organizaron *ad hoc*, a petición de los poseedores de bonos, para tratar los préstamos de países con dificultades de repago. Se organizaba un comité si había un “número suficiente” de poseedores de bonos interesados. El presidente y el vicepresidente del Consejo de la CFB eran miembros *ex-officio*; los otros miembros se elegían en una asamblea general; casi siempre eran personas que poseían bonos emitidos por el país en incumplimiento pero, en general, eran esencialmente voluntarios. Los comités podían actuar independientemente, sin interferencia de parte del Consejo; la CFB dotaba a los comités de alojamiento y consejo, también se hacían responsables de algunos de los gastos administrativos y legales. La gran mayoría de los miembros del Comité no eran miembros del Consejo. En 1903 había 20 comités de poseedores de bonos separados, afiliados a la CFB, los cuales constaban de 215 miembros. De éstos sólo 32 de ellos (haciendo exclusión del presidente y del vicepresidente) eran también miembros del CFB; asimismo 17 de aquellos 32 habían sido nombrados directamente por los poseedores de bonos. Los comités de países-específicos tenían una mayor cantidad de miembros; más grande según la deuda o la cantidad de poseedores de bonos; por ejemplo, los comités tenían más miembros para los casos de España y Portugal que para los de los pequeños países latinoamericanos.

Después de un incumplimiento, los miembros del Comité viajarían al país que cometió la falta y se reunían con funcionarios de alto nivel, a menudo el ejecutivo en jefe del país o los ministros clave. El Comité conduciría sus propias negociaciones con las autoridades del país, regresaría a Londres y, en consulta con el Consejo, presentaría a los

miembros de la CFB una propuesta para hacer un trato de negociación en el contexto de una reunión general de poseedores de bonos.

En unos cuantos casos, los comités de países-específicos tuvieron desacuerdos con el Consejo de la CFB con respecto al curso de acción deseable. Por ejemplo, en 1875 el Comité mexicano trató de actuar independientemente de la CFB, aunque a fin de cuentas, sin mucho éxito (Informe de 1875, pp- 26-27). Sin embargo, lo anterior parece ser algo excepcional (Informe de 1903). Ocasionalmente, el Consejo de la CFB también llevó a cabo algunas actividades por iniciativa propia, como por ejemplo: la designación del representante británico ante el Consejo de Administración de la Deuda Pública Otomana y sus intervenciones directas ocasionales a nombre de personas cuyos derechos habían sido “afectados” por acciones de gobiernos extranjeros. Sin embargo, como regla general el Consejo actuó a través de varios comités de países específicos asociados al mismo Consejo.

3) *Coordinación entre acreedores británicos*

Una de las funciones clave de la CFB fue la de coordinar las acciones de los acreedores. De hecho, en la medida de lo posible, se hicieron intentos para impulsar la unanimidad entre los poseedores de bonos: “cada medida del Consejo tiende a promover una unión entre poseedores de bonos que constituya una fuerza real contra los antagonistas” (1873, p. 60). A pesar de que los poseedores de bonos individuales no estaban impedidos de llevar a cabo acciones independientes “...las ventajas de la cooperación son tan grandes que rara vez puede haber un terreno suficientemente apto para la acción separada” (Informe 1873, p. 50). La CFB intentó registrar a los poseedores de bonos, aún si estos últimos estaban depositados en bancos o con corredores, para facilitar la coordinación en momentos de necesidad.

Un determinante de la facilitación con la que los acreedores pueden coordinar sus actividades es el número de acreedores; desafortunadamente, la evidencia sistemática no está disponible sobre este punto. No obstante, parece que la coordinación bajo los auspicios de la CFB comúnmente implicaba a cientos de poseedores de bonos, que representaban un grupo significativo, aunque no siempre era la mayoría de los poseedores de bonos. En el caso de emisiones de bonos pequeños, los poseedores de bonos frecuentemente no rebasaban la cifra de doscientos. Hubo cerca de 200 poseedores de bonos en una asamblea general sobre Costa Rica en 1874 (libro de Actas, Costa Rica, 7%, 1874-1885). A una Asamblea General de poseedores de bonos

de Nueva Granada realizada el 18 de noviembre de 1872 asistieron 70 poseedores de bonos; a una asamblea similar que se llevó a cabo en mayo de 1873 asistieron cerca de 150 poseedores de bonos (Actas de la Asamblea General del Comité de Poseedores de Bonos de Nueva Granada y Colombia). Los informes de otras asambleas de poseedores de bonos de pequeñas compañías ferrocarrileras latinoamericanas generalmente registran la presencia de veinte a ochenta personas.

De manera similar, un determinante de la influencia potencial de una asociación de acreedores para renegociaciones de deuda, es la participación del total de bonos que tienen los acreedores que representa. Dicho de nuevo, la falta de información sistemática dificulta medir la influencia de la CFB de manera precisa. Está claro, sin embargo, que la importancia relativa de los acreedores de la CFB variaba sustancialmente, pasando de casos en donde los poseedores de bonos de la CFB tenían una muy pequeña participación de bonos, y entonces el involucramiento de la CFB era mínimo, hasta casos en los que la CFB representaba la mayoría de los bonos pendientes y era, efectivamente, la única contraparte de las renegociaciones. Una cantidad de casos específicos y de episodios muestran esta variación. En el caso de la deuda de Argentina, negociada en 1889, cerca de una sexta parte del total de poseedores de deuda denominada en dólares estaba representada por la CFB británica. En el caso de los bonos cédula emitidos por la Provincia de Buenos Aires, los votantes en la CFB poseían cerca de una cuarta parte de todos los bonos en 1903 (Informe de 1903, p. 13).¹¹ En el caso del ferrocarril de Pisco a Ica (Perú), en 1881, los poseedores de 180 millones de libras en valor de bonos estaban inscritos en la CFB; el valor total de la emisión original era de 290 millones de libras de las cuales 260 millones estaban sin amortizarse (Actas de 1878 a 1912 del Comité Nacional del Ferrocarril de Pisco a Ica). En el caso de Ecuador, la cantidad de bonos representada por los poseedores de bonos presentados en la “bien concurrida” asamblea de enero de 1907 equivalía a 4 millones de libras, es decir, una tercera parte de la deuda total (Informe 1907, pp. 140-142). En el caso de Nicaragua, los poseedores de un valor en bonos equivalente a un millón de libras de un total de 1.2 mi-

¹¹ En una asamblea general a la que concurrió poca gente se tuvo que recurrir, a cambio, a hacer una “encuesta”. Los votos de los poseedores de 23 millones de libras esterlinas (valor en libras) estuvieron a favor de la liquidación propuesta, los poseedores de 8.5 millones de libras estuvieron en contra. El valor total de los bonos cédula pendientes, a esa fecha, era de 133 millones de libras, o más de 162 millones de libras si se incluían varios cupones y bonos certificados.

llones asistieron a una asamblea en 1912 que de manera interesante, se describió como “baja concurrencia” (Informe de 1912, p. 12).

4) *Mecanismo para alcanzar un consenso dentro de la CFB*

Todos los tratos propuestos (acuerdos renegociados) con varios países se pusieron a votación en una asamblea pública de poseedores de bonos; por ejemplo, en 1874 se convocó a una asamblea general a fin de discutir los préstamos españoles vencidos; en ella una aplastante mayoría apoyó un acuerdo propuesto por los representantes del Comité Español de la CFB a raíz de sus negociaciones con las autoridades españolas. El acuerdo renegociado no le permitió a los poseedores de bonos obtener sus “plenos derechos” pero fue suficiente para prevenir un abierto incumplimiento español. “Los que disintían fueron convencidos a fin de cuentas” (Informe de 1874, p. 16). Las propuestas de reestructuración de deuda se ponían, ocasionalmente, a votación general, aún si el mismo comité de un país específico no lograba un consenso interno suficiente para saber si debería recomendar la propuesta (como se dio en el caso del Ferrocarril Midland de Nueva Zelanda en 1901, véase el Informe de 1902, p. 14). También se podían obtener votaciones mediante el envío de “circulares” a todos los poseedores de bonos, como de hecho se hizo en el caso del Ferrocarril Midland de Nueva Zelanda. Una vez que la liquidación estaba aceptada, los poseedores de bonos tenían que “poner sus valores a buen recaudo para darles el consentimiento formal” (Informe de 1903, p. 13). Si el trato propuesto conllevaba la conversión o la amortización de algunos bonos, se elaboraría comúnmente un giro durante la asamblea general. También a través de la CFB se efectuaron otros pagos a poseedores de bonos.

A pesar de que el Consejo y el Comité desempeñaban un papel coordinador extremadamente importante, el poder de aceptar o rechazar un trato residía a fin de cuentas en las manos de los poseedores de bonos. Por ejemplo, cuando la República Dominicana propuso cambiar sus bonos existentes por nuevos bonos con un valor nominal mucho menor, ni el Consejo ni el Comité aceptaron la oferta, pero los poseedores de bonos lo aceptaron en una asamblea general convocada por el deudor (Informe anual 1886, p. 140).

5) *Coordinación y desacuerdos internos entre poseedores de diferentes bonos*

En tanto que la evidencia sistemática es difícil de obtener, los informes de la CFB a menudo hacen

referencia a dificultades en el logro de consensos entre los acreedores británicos: “En casos de arreglos en préstamos extranjeros, generalmente hay partes antagónicas en el logro de una liquidación, y con frecuencia los gobiernos negociantes o algunos poseedores de bonos quieren reforzar sus peculiares puntos de vista o términos ante el Consejo, los cuales bien pueden estar en contra del interés general” (Informe de 1874, p. 8).

A menudo, se producían conflictos internos dentro del conjunto de socios de la CFB, derivados de los diferentes intereses de los poseedores de distintos bonos emitidos por un mismo país. Por esa razón, uno de los objetivos de las negociaciones con los países en incumplimientos era garantizar un “trato igual” para todas las clases de poseedores de bonos. La liquidación en el caso de España en 1876 involucró la conversión de los antiguos bonos con pagos de intereses reducidos a tasas similares para todas las clases de acreedores (Informe de 1876, pp. 44-50). En 1877, la CFB aprobó un acuerdo mediante el cual ningún acuerdo con gobiernos extranjeros daría condiciones preferenciales a ningún grupo de poseedores de bonos. Lo anterior parece haberse producido en respuesta a algunos casos en los que poseedores de bonos individuales o en grupo actuaron por separado, en particular en el caso de Turquía, donde la unión entre poseedores de bonos y la acción concertada costaron mucho trabajo (Informe de 1878, pp. 1-11). Sin embargo, no queda claro que tan frecuentemente se alcanzaba en realidad, en la práctica, un tratamiento igual entre clases diferentes de poseedores de bonos.

Los conflictos internos entre poseedores de bonos diferentes se producían, a menudo, cuando se usaba la misma garantía para diferentes tipos de bonos. Wynne (1951, p. 419) informa sobre conflictos que surgieron del uso de los mismos valores para garantizar diferentes bonos. Es más, reporta instancias en las que los poseedores de bonos, con un relativamente fácil acceso a la garantía de sus bonos seguían negociaciones por separado con los gobiernos en incumplimiento. Analizando el caso de incumplimiento de Turquía, a mediados de la década de 1870, por ejemplo, un grupo de poseedores británicos de bonos turcos siguió negociaciones separadas porque la deuda que ellos tenían estaba garantizada por pagos “tributarios” egipcios, que eran rutinariamente canalizados a través de Londres, antes de la crisis, en tanto que la garantía de base para otros bonos se localizaba en Turquía.

Como regla general, la CFB hizo un esfuerzo por resolver conflictos entre poseedores de diferentes bonos y estimuló las acciones conjuntas; el

mecanismo para alcanzar un consenso parece haber sido, de nueva cuenta, la asamblea general. Ocasionalmente, el Consejo de la CFB o un árbitro independiente (como en el caso de Chile, donde más de un bono había sido garantizado con los mismos valores: Wynne, 1951, p. 164) mediaría entre comités que representaban diferentes clases de prestatarios. En 1902 la tarea de arbitrar entre poseedores de bonos y bancos, con respecto a una propuesta para unificar todos los bonos turcos se intentó primero en Turquía (sin resultado efectivo), y luego en Inglaterra. En este caso, la tarea de arbitrar parece haber sido el mecanismo para reconciliar los intereses de diferentes tipos de poseedores de títulos dentro de la CFB, en particular, bancos *versus* individuos. (Los poseedores de bonos continentales apoyaron a poseedores de bonos británicos en contra de un consorcio de bancos.)

6) Coordinación forzosa entre acreedores

Juicios contra acreedores. En algunas instancias, ciertos poseedores de bonos apelaban a las cortes en contra de un arreglo logrado por la CFB. Tales desacuerdos se relacionaban a menudo con arreglos diferentes respecto a distintos bonos. En el caso del incumplimiento de Perú, el Comité de Poseedores de Bonos Peruanos actuó independientemente de la CFB, y la CFB sólo representaba los intereses de los poseedores de los bonos emitidos por el Ferrocarril Nacional de Pisco a Ica. Un litigio costoso y prolongado entre estos dos grupos acabó en un acuerdo avalado por la Alta Corte de Justicia en 1885. Un poseedor de bonos prominente, el señor Proctor, apeló este acuerdo pero perdió el juicio subsecuente (Informe anual de 1886, p. 106).

Lidiar con detractores. Wright (2000) argumenta que la CFB trató, ocasionalmente, de hacer que se avergonzaran aquellos acreedores que concedían crédito a países que se encontraban en con incumplimiento con los miembros de la CFB, y que la principal función de la CFB era, de hecho, dañar la reputación de los acreedores detractores. Sin embargo, en los informes de la CFB no se ha encontrado ninguna referencia a este tipo de actividad.¹²

¹² Wright (2000) reseña ejemplos de este tipo de actividades realizadas por comités de acreedores a mediados de la década de 1860, con anterioridad al establecimiento de la CFB. También menciona una cita de *The Economist*, de abril de 1897, en la que se dice que la función implícita de la CFB era crear salvaguardas contra las perversidades de las empresas financieras interesadas en conceder más préstamos. Sin embargo, nuestra interpretación es diferente; en esa época, había quejas muy difundidas contra la excesiva influencia de las empresas emisoras

Nuestra impresión, por lo tanto, es que ésta sólo fue, en el mejor de los casos, una de tantas vías a través de las cuales la CFB trató de impulsar la coordinación de acreedores y proteger de manera más general los intereses de los poseedores de bonos.

Cláusulas de acción mayoritaria. En esta investigación, no se encontraron referencias a cláusulas de acción mayoritaria (o cláusulas de acción colectiva). En investigaciones anteriores se ha demostrado que dichas cláusulas fueron introducidas en los bonos corporativos de la Gran Bretaña por Francis Beaufort Palmer en 1879 (véase Buchheit y Gulati, 2002; y Billyou, 1948) y rápidamente obtuvieron popularidad en emisiones de bonos corporativos. En la actualidad, comúnmente hay cláusulas similares en los bonos soberanos emitidos conforme a la legislación del Reino Unido, pero no está claro en qué momento se volvieron prominentes.

7) Coordinación con poseedores de bonos de otros países

La CFB estaba bien consciente de la importancia que tenía lograr una coordinación de acreedores y bolsas de valores de la Gran Bretaña y de otros países: “Es el deber de los poseedores de bonos de Inglaterra y del continente permanecer unidos en su política... y preservar la acción común, sosteniendo y promoviendo el crédito para los gobiernos honestos, así como la imposición de castigos a los deshonestos” (Informe de 1873, p. 43). De hecho, un objetivo primordial de la CFB fue el de “obtener unanimidad de acción entre poseedores de bonos, y en particular con nuestros influyentes aliados de Holanda” (Informe 1873, p. 39). Desde sus primeros días, la CFB tuvo constantes relaciones con las bolsas de Amsterdam y Rotterdam “por su fuerte posición en finanzas”. También cooperó con las bolsas de Frankfurt, Berlín y Hamburgo, y mantuvo correspondencia con las bolsas de París y, en alguna medida, de Nueva York (Informe de 1873, pp. 51-52).

La coordinación con los poseedores de bonos de otros países se dio en varias etapas en lo que concierne al monitoreo y renegociación de contratos de deuda. La coordinación internacional durante la renegociación se reseñó en diversas instancias, tales como las que se citan a continuación. En 1875 y 1876, las negociaciones sostenidas con represen-

en la CFB y su tendencia a presionar para lograr liquidaciones rápidas pero insatisfactorias, a fin de obtener nuevos negocios con países que estaban saliendo de incumplimientos. Como se mencionó anteriormente, la CFB se reestructuró un poco después en ese año para contrarrestar la influencia de las empresas emisoras.

tantes españoles en Londres por parte del Comité inglés de la CFB se dieron a conocer “paso a paso a los comités de poseedores de bonos en París, Bruselas, Amsterdam y Frankfurt...” (Informe 1876, pp. 5-11). La coordinación con acreedores en Frankfurt se dio en varias instancias, que incluyeron los bonos vencidos de Alabama en 1874, y los bonos de Buenos Aires en 1897. Comités formados por separado en Londres, París y Amsterdam para negociar la deuda peruana en 1877 dieron la impresión de coordinar sus acciones (Informe de 1877, p. 31). El Comité de los poseedores de bonos egipcios de 1876 incluyó a representantes franceses y británicos. El 24 de abril de 1873, poseedores de bonos británicos rechazaron una propuesta de reestructuración de la deuda de Nueva Granada, “con la concurrencia de los poseedores de bonos de Amsterdam” (Acta de la Asamblea General del Comité de Poseedores de Bonos de Nueva Granada y Colombia). La coordinación con acreedores de otros países fue también muy importante para obtener garantías y para distribuir los réditos resultantes: por ejemplo, acreedores británicos y representantes de la Société Générale francesa coordinaron las ventas del guano peruano en 1876 y el reparto de los réditos (Informe de 1876, pp. 34-40).

La coordinación con los poseedores de bonos de otros países fue crucial para bloquear el acceso de los países en incumplimiento a los mercados de capitales; que fue una de las herramientas más efectivas e importantes a disposición de la CFB, tal como se mostrará con más detalle en secciones posteriores. En 1874 “después de consultar a las bolsas del continente se consideró conveniente hacerle saber al Gobierno mexicano que a México ya no se le permitiría acceder directa o indirectamente a los mercados europeos para fines de obtención de capital... El efecto de esta intimidación se notó inmediatamente...” (Informe de 1874, p. 44) y el Presidente de México se acercó a la CFB para buscar una liquidación. Un boicot similar hacia los préstamos griegos se impuso durante las negociaciones con el Gobierno de Grecia en 1874, tanto en Londres como en Amsterdam, en coordinación con los poseedores de bonos en Holanda.

En los casos en que los acreedores de otros países tenían una mayor participación de la deuda total emitida por un país en incumplimiento, la CFB cedió la delantera a los otros pero brindó su apoyo durante las negociaciones. Por ejemplo, la negociación que siguió al incumplimiento de Grecia se describe como sigue: “los poseedores de bonos en Holanda, bajo la conducción del señor Louis Drucker, han desempeñado un papel muy activo en la reivindicación de los derechos de los poseedores

de bonos, y el Consejo les ha brindado su más sincera cooperación. El mismo señor Drucker visitó Atenas y se entrevistó con los ministros y se determinó anunciar al Gobierno de Grecia que hasta el momento en que se ajusten los préstamos en Inglaterra y Holanda, no se le dará ningún apoyo a cualquier empresa, pública o privada, que tenga conexión con Grecia. Esta política está aceptada por el Consejo, por la influyente Bolsa de Amsterdam y por las de Rotterdam, Bruselas y Amberes. La declaración [...ha sido] publicada en inglés y francés en los diarios de Europa, y se transmitió a los periódicos más importantes de Grecia, al cuerpo de diplomáticos en Europa y en Oriente, y a otros medios capaces de influir en la opinión pública” (Informe de 1873, p. 18).

La coordinación con los poseedores de bonos del continente era, en general, fluida, pero en algunos casos surgieron dificultades. Por ejemplo, los poseedores de bonos con base en Amsterdam aceptaron la conversión de la antigua deuda de Nueva Granada en nueva deuda colombiana sólo cuando el trato implicó pagos en efectivo en lugar de un cambio por tierras que había sido bien visto por los poseedores de bonos de la CFB (Informe de 1873, pp. 38-39). De manera similar, surgió un desacuerdo entre el Comité británico y los Comités francés y alemán con respecto a una propuesta liquidación con Portugal en 1901, aunque, eventualmente, las diferencias entre acreedores se llegaron a resolver (Informe de 1901, pp. 1-3).

Frecuentemente, la relación con los poseedores de bonos estadounidenses fue mucho más conflictiva, especialmente con respecto a la prioridad de pagos sobre la deuda latinoamericana. Por ejemplo, la asociación de empresarios estadounidenses de Honduras obstaculizó una liquidación entre los poseedores de bonos británicos y el Gobierno de Honduras, y aparentemente exigió que se le pagara primero (Informe de 1903, p. 233). También hubo una disputa con acreedores de Estados Unidos en lo que tocaba a la deuda de Santo Domingo (Informe de 1904, pp. 21-22). Los acreedores británicos, eventualmente recibieron mucho menos que los acreedores estadounidenses (e incluso que los acreedores europeos del continente, que obtuvieron un tratamiento por separado en este caso), obligando a la CFB a apelar ante el Gobierno de Estados Unidos (Informe de 1908, p. 15). En el caso del Ferrocarril Guayaquil-Quito, en 1907, el origen de las diferencias entre los inversionistas británicos y estadounidenses fue que estos últimos mantuvieron acciones (capital accionario) en tanto que la CFB representaba a poseedores de obligaciones (británicas). De manera más general, Eichengreen y Portes (1989, p. 16) señalan que los contratos en

libras esterlinas y los contratos en dólares a menudo diferían significativamente en lo que concierne a tasas de interés y a valores ofrecidos por el prestatario. Como resultado de ello, los comités británico y estadounidense frecuentemente discordaban en cuanto al tratamiento apropiado para diferentes categorías de bonos. Los comités estadounidenses a menudo hacían arreglos unilaterales con los prestatarios; la CFB criticaba a su contraparte estadounidense; sin embargo, en algunas instancias no tenía otra opción que la de aceptar las condiciones estadounidenses.

8) *Relación con el Gobierno británico*

La CFB se mantuvo en estrecho contacto con la Tesorería y la Oficina del Exterior del Gobierno de su Majestad, y ocasionalmente solicitó el apoyo de este último. Las buenas relaciones con la Oficina del Exterior se tornaron más fáciles a raíz de las similitudes de antecedentes sociales y por la participación de algunos ex-diplomáticos en la CFB. Esta última utilizó, en ciertas ocasiones, las buenas relaciones para solicitar presión diplomática sobre los países prestatarios. La CFB manifestó que “El Consejo se esforzará en solicitar lo menos frecuentemente posible, e incluso en la mínima medida, la ayuda de la Oficina del Exterior. Un cargo que conlleve influencia moral es todo lo que se requiere para resolver la mayoría de los casos más difíciles traídos ante el Consejo, y resulta lo máximo el hecho de que puedan presentarse a plantear alguna solicitud que esté en manos del Gobierno de su Majestad”. De hecho, el Gobierno británico generalmente se rehusaba a intervenir a favor de inversionistas que habían buscado rendimientos más altos en el extranjero, y usualmente consideraba los incumplimientos como la consecuencia de inversiones imprudentes (Lipson, p. 187).¹³ No obstante, sí hubo intervención gubernamental en varias ocasiones, por ejemplo, se ejerció presión diplomática en el caso de El Salvador (Informe de 1875, p. 28). En casos extremos, incumplimientos de emisiones de gobiernos extranjeros se presentaron a examen en el Parlamento, como por ejemplo, el caso de Honduras en 1875. En 1903, la CFB solicitó a las autoridades británicas que no reconocieran a la nueva República de Panamá, a menos que asumiera una porción considerable de la deuda externa colombiana. El continuo incumplimiento de Guatemala acabó por provocar presión diplomáti-

¹³ Lipson (1985, p. 45) cita a Herbert Spencer, filósofo-social de fines del siglo XIX: “El resultado final de proteger a los hombres de los efectos de la insensatez es el de llenar al mundo de insensatos”.

ca, que finalmente terminó en un acuerdo de renegociación en 1913, después de aproximadamente 14 años de incumplimiento (Informe de 1913, pp. 12-13).

En numerosas instancias, los diplomáticos británicos cooperaron en cierto grado con la CFB en lo concerniente tal vez a cuestiones más del orden común. Servían como agentes de la CFB en el país en el que estaban destacados (por ejemplo, tanto el cónsul y encargado de negocios como el Ministro de su Majestad residentes en Colombia y Guatemala, Informe de 1873, pp. 40-41, 50 y 54), recibían pagos de parte de la CFB, o supervisaban el recaudo de valores para la CFB (Informe de 1873, p. 49).

Los antecedentes sociales de los miembros del Consejo ayudaron mucho a las buenas relaciones con el Gobierno británico. En muchos casos, los miembros del Consejo habían desempeñado previamente puestos de alto nivel en el gobierno o en el Parlamento, en el ejército o en las finanzas. El informe de 1938 contiene una lista completa de las personas que se habían desempeñado como miembros del Consejo de la CFB desde sus comienzos: de los 107 miembros, había 13 que ostentaban, como título principal el de *Lord*; 12 eran *Honourables o Right Honourables*, 19 eran *Sirs*, 9 eran jueces u oficiales militares de alto rango, y 6 eran *Earls o Vizcondes*; de los nobles faltantes, 3 tenían el cargo de Miembros del Parlamento y muchos eran antiguos diplomáticos de renombre.

En total, la CFB parecía tener estrechas relaciones con el Gobierno británico. Al mismo tiempo, se podía argumentar que dichas relaciones entre asociaciones de poseedores de bonos y gobiernos eran igualmente estrechas en países de la Europa Continental como Alemania y Francia, en donde los Comités de Poseedores de bonos ocasionalmente parecían utilizarse como una herramienta de política exterior. Por ejemplo, Wynne (1951, pp. 374-376) informa que, en las negociaciones que surgieron al incumplimiento de Portugal a principios de la década de 1890, las asociaciones de acreedores francesas y alemanas buscaron ganar un papel activo en la recaudación y la administración de algunos impuestos de Portugal por mandato de sus respectivos gobiernos. La CFB asumió una posición más conciliatoria a este respecto, ya que de nueva cuenta el Gobierno británico del momento no quería inmiscuirse en la soberanía de Portugal.

9) *Momento en que fallan las negociaciones entre la CFB y el gobierno prestatario*

Arbitraje y mediación. Cuando las negociaciones directas con los prestatarios no lograron un acuer-

do, la CFB en ocasiones buscó el arbitraje o la mediación. El arbitraje se dio en Inglaterra entre acreedores del Ferrocarril Ecuador-Quito en 1897 y se describe con gran detalle (22 páginas) en el Informe de 1897. El arbitraje internacional se utilizó en muy pocos casos, incluyendo el respectivo a la deuda a cargo de Santo Domingo. La CFB pidió (infructuosamente) arbitraje también en los casos de Guatemala y Honduras. Los resultados del arbitraje no siempre fueron favorables para la CFB, en el caso de Venezuela, el total de títulos en manos de los poseedores de bonos fue de 10 millones de libras, pero la cantidad ganada por los árbitros fue de solamente 1.84 millones (Informe de 1907, p. 22). La mediación también se usó algunas veces. Por ejemplo, Lord Rothschild ayudó en la mediación entre poseedores de bonos y el Gobierno brasileño en lo que concierne a la deuda del ferrocarril de Ituana. De manera similar, en el caso de los bonos venezolanos, un “esquema de unificación” (de todos los bonos) se discutió bajo los auspicios del Banque de Paris et de Pays Bas (Informe de 1903, pp. 10 y 14). No obstante, estos métodos fracasaron a menudo en el logro de resultados satisfactorios.

Mecanismos de castigo: bloqueo del acceso a mercados de capital. El principal método de la CFB para castigar a los países con incumplimiento consistió en intentar bloquearles la obtención de nuevos créditos. Formalmente, este método descansaba en la Bolsa de Valores de Londres que, siguiendo una práctica adoptada en 1827, se rehusaba a cotizar los nuevos bonos emitidos por gobiernos que estaban en situación de incumplimiento de obligaciones existentes y había rechazado negociar de buena fe con sus acreedores (Morgan y Thomas, 1969; Lipson, 1985, p. 154). En instancias extremas, la bolsa desenlistaría todos los préstamos del gobierno ofensor (*offending*). Sin embargo, la CFB jugó el papel clave en este proceso, puesto que la Bolsa descansaba en la CFB para información acerca del estatus de préstamos y renegociaciones (Eichengreen y Portes, 1989, p.15; y Feis, 1930, pp. 114-115).

Este método parece haber sido efectivo generalmente: “... (El uso del) poder negativo de retener dinero... (ejerce su propia influencia efectiva... sobre gobiernos que incumplen)... Grecia, Ecuador, los estados sureños de la Unión y otros estados que incumplían... encuentran que no es posible hallar un mercado abierto cuando uno se les ha cerrado.” (Informe de 1873, pp. 60-61.) Se impidió una nueva emisión de bonos por parte del Gobierno de Guatemala (con la cooperación de Amsterdam) en 1873 debido a “promesas falaces” de repagar viejos préstamos. En 1875, la CFB informó

que Colombia era incapaz de “apelar al capital extranjero” hasta que se lograra una liquidación con respecto a su deuda pendiente rezagada (Informe de 1875, p. 32). Un enfoque similar se utilizó con éxito en los casos de Turquía y Austria (Informe de 1873, p. 19).

En tanto que la coordinación con otras bolsas de valores generalmente impedía a los gobiernos en incumplimiento llamar a la puerta de los mercados internacionales de capital, hubo algunas (pocas) excepciones. Por ejemplo, a pesar de las listas negras de la CFB, Ecuador logró obtener fondos de acreedores franceses y luego de acreedores de Estados Unidos. (Informe de 1911, citado en Kelly, 1998, p. 42). Guatemala pudo asegurarse un préstamo alemán y estadounidense a pesar de haber incumplido con respecto a la deuda externa británica (Informes de 1895 y de 1908, citados en Kelly, 1998, p. 34).

En el lenguaje del momento, el bloqueo del acceso posterior a los mercados de capital internacionales se contemplaba como una forma de castigo, como una sanción; una forma de menoscabar la reputación del país en incumplimiento y de impedir la dilución de los títulos de los poseedores de bonos existentes. En el debate actual sobre la relativa importancia de las sanciones *versus* la reputación en el préstamo internacional (Eaton y Gorschowitz, 1981; Bulow y Rogoff, 1989), esto se hubiera conocido no como una sanción, sino más bien como una manifestación formal del hecho de que si los prestatarios incumplen con sus obligaciones, perderán su reputación y, por lo tanto, no recibirán nuevos préstamos.

Vías rigoristas para castigar a los países. Vías más extremistas para castigar a los países, tales como acciones diplomáticas o inclusive militares por parte de la Gran Bretaña se usaron raras veces, “... sólo se accedería a la intervención diplomática... en circunstancias excepcionales... Cualquier expediente mediante el cual los estados en incumplimiento voluntario puedan en efecto ser “estigmatizados” en las bolsas de valores y lonjas de Europa, es probable que al final resulte la reivindicación más práctica de los derechos de los poseedores de bonos. La emisión de los “certificados de incumplimiento” es un expediente por medio del cual pueda alcanzarse este fin y al que ya se ha recurrido con éxito” (Informe de 1874, p. 72).

No obstante, en algunas instancias famosas, los acreedores tuvieron éxito al proteger sus derechos a través de la fuerza de su gobierno, aunque la intervención militar británica también estaba motivada por consideraciones geopolíticas. El bastante conocido caso de Egipto, donde gradualmente una

creciente intervención en los asuntos locales por parte de los poderosos acreedores europeos culminó en la intervención militar británica en 1882, que estuvo motivada sólo en parte por el deseo de proteger los intereses de los poseedores de bonos (Feis, 1930). El bloqueo de Venezuela en 1902 por la Gran Bretaña, Alemania e Italia proporciona un ejemplo similar del uso de la fuerza para garantizar un resultado favorable a sus intereses; al final de 1906 “Venezuela había completado el total de sus pagos a las tres potencias bloqueadoras” (Informe de 1907, p. 22). De nuevo, la intervención fue causada en parte por una añeja disputa concerniente a la frontera entre Venezuela y la Guayana Británica (Kelly, p. 34). La Conferencia de Paz de la Haya en 1906 aceptó la legitimidad del uso de la fuerza en el arreglo de las disputas de deuda, aunque sólo en casos en los que los incumplidores rehusaran el arbitraje internacional o que fallaran en el cumplimiento de los términos de un acuerdo de arbitraje internacional (Informe de 1907, citado en Kelly, p. 43).

Juicios contra países. La acción legal contra gobiernos extranjeros, aunque se intentó en algunos casos, por ejemplo, en Costa Rica (1874), Brasil (1897) o el Ferrocarril Midland de Nueva Zelanda (1901), se consideró como sumamente ineficiente. Se hicieron intentos para utilizar el sistema de las cortes de Estados Unidos para resolver los incumplimientos de los estados sureños. Las disputas legales en contra de los estados del Sur que tenían incumplimientos (sobre todo Virginia) eran costosas, complicadas y muy prolongadas. A menudo adquirirían una naturaleza particularmente viciosa (por ejemplo, en determinado momento cualquier abogado que aceptara representar los intereses de la CFB en Virginia quedaría automáticamente fuera de la barra). En ocasiones se llegaba incluso a la Suprema Corte de Estados Unidos, que en algunos casos regía a favor de la CFB. No obstante, la CFB generalmente fracasaba en obtener pagos significativos de parte de los estados sureños.

10) *Naturaleza de las liquidaciones*

Generalmente la CFB operaba bajo el principio de que cuando un país no podía cumplir sus obligaciones, sólo mediante un acuerdo mutuo (más que unilateral) se podían hacer cambios en los contratos (véase el Informe de 1874, pp. 70-72). Por ejemplo, los intentos de Argentina para amortizar unilateralmente su deuda denominada en dólares en 1889 provocaron una inmediata carta de protesta de parte de la CFB (Informe de 1889). Se evitaban las condonaciones de deuda, como cuestión

de principio, aunque en algunas ocasiones fueron consideradas. Eichengreen y Portes (1989, p. 17) informan que mientras la CFB se oponía a poner por escrito el principal (o los rezagos de intereses), en algunas cuantas instancias permitía flexibilidad. Entre las vías comunes para la resolución de las disputas se encontraban las siguientes:

Canjes de deuda/capital. Cuando resultaba posible, los comités de la CFB trataban de incautar activos de los países con incumplimientos, sujetos a la buena voluntad de los gobiernos y cortes locales. Por ejemplo, en 1874 los poseedores de bonos hicieron unas tomas de tierras en Colombia a cambio de unos bonos no pagados. En 1876, ante el incumplimiento del Ferrocarril de Alabama se forzó a una venta por parte de la CFB. El poseedor de bonos compró el ferrocarril a cambio de una fracción del adeudo, y los bonos se convirtieron en acciones. La CFB nombró fideicomisarios a quienes se entregaron las posesiones del ferrocarril en febrero de 1876 (Informe de 1876, pp. 13-17). Todo lo anterior se hizo bajo los auspicios de las cortes de Estados Unidos. Perú ofreció guano a los acreedores como garantía por sus cupones no pagados (las ganancias de su venta se repartieron entre los acreedores), así como cierto grado de control sobre los ferrocarriles estatales, aduanas, líneas navieras en el Lago Titicaca, y parcelas de tierras gubernamentales (Wynne, 1951, p. 171). En Paraguay, la CFB se apropió de los activos en garantía, ferrocarriles y tierra arable, que fueron vendidos para repagar la deuda pendiente (Informe de 1877, pp. 29-31).

Apropiación de aduanas e ingresos fiscales. En los casos más extremos, los poseedores de bonos extranjeros se apropiaron de las aduanas y de los ingresos fiscales, como fue notorio en el caso de Turquía, después de los incumplimientos de la década de 1870 y de Grecia, después de la Paz de Constantinopla, cuando las grandes potencias les permitieron a los acreedores controlar los ingresos estatales dados en prenda a los poseedores de bonos. En ambos casos, lo anterior resultó de una presión diplomática sustancial y de circunstancias lamentables que forzaron a los gobiernos locales a aceptar un grado sustancial de control financiero externo. De forma similar, los incumplimientos egipcios de la década de 1870 dieron lugar al control foráneo de las finanzas domésticas, y eventualmente a la pérdida de la soberanía nacional de Egipto (Fishlow, 1985, también citado por Kelly, pp. 42-43).

En Turquía la mitad de los miembros de la junta que controlaba los ingresos otomanos eran de la

CFB, la cual tenía control directo sobre los ingresos provenientes de impuestos sobre artículos tales como, tabaco, timbres postales, licores y seda. Dichos ingresos se dirigían a un fondo de amortización para el pago de los poseedores de bonos. Dado que los representantes de la CFB eran responsables del monitoreo de los ingresos fiscales, los informes anuales de la CFB aportan una extraordinaria cantidad de detalles y de análisis del presupuesto y de los determinantes de los ingresos reales (véase, por ejemplo, el Informe de 1886). En Uruguay los acreedores tomaron los ingresos aduaneros del país en 1903. Para 1906 Uruguay había dado en garantía el 75% de sus ingresos aduanales para pagar su deudas externas y el representante de los poseedores de bonos ingleses recaudó esas entradas diariamente (Informes anuales de 1906 y 1907, citados por Kelly, p. 42).

La administración de los ingresos aduanales en los países en incumplimiento no siempre era fácil. En Turquía un problema persistente lo constituía la distribución de retribuciones entre el Gobierno turco y varios poseedores de títulos que incluían bancos y poseedores de bonos individuales en diferentes países (Informe de 1902, pp. 15-18). Incautar otros activos también probó ser difícil algunas veces. Por ejemplo, la CFB no pudo intervenir un ferrocarril, que había sido dado en prenda como garantía de los préstamos externos de Honduras en 1901, porque el gobierno prefirió permitirle a un consorcio estadounidense que lo incautara. Probablemente fue por causas políticas similares que el Gobierno de Liberia prefirió a un receptor general nombrado por Estados Unidos al momento de otorgar sus ingresos estatales a los acreedores (Informe de 1911, p. 37).

“*Condicionalidad*”. En numerosas ocasiones la CFB ofreció asesoría respecto a políticas económicas y, cuando contaba con suficiente apalancamiento negociador, buscaba imponer condiciones sobre los países prestatarios, muy parecido a lo que hoy se llamaría “condicionalidad”. No es de sorprender que dichos consejos y condiciones estaban comúnmente orientados a mejorar la sustentabilidad fiscal, o sea la habilidad del país prestatario para repagar a sus acreedores extranjeros, y la habilidad de los inversionistas para monitorear el desarrollo de los acontecimientos en el país prestatario. Paraguay fue estimulado para crear en 1876 un banco central para regular sus finanzas (Informe de 1876, pp. 33-34). Turquía pudo obtener dos nuevos préstamos sólo después de que le permitió a los acreedores administrar sus ingresos aduanales (durante un período en el que los poseedores de bonos británicos asumieron la presidencia del Consejo

de la deuda turca, Informe de 1904, p. 26). Por supuesto, los países deudores no siempre acataban los consejos y las condiciones de la CFB. La CFB intentó asesorar a los estados sureños de Estados Unidos acerca de políticas fiscales (Informe de 1874) y apresuró a las autoridades griegas a promulgar una ley con miras a emprender reformas en las áreas financieras y fiscales. Esencialmente se orientaba a balancear el presupuesto gubernamental (Informe de 1904, p. 24), pero obtuvo poco beneficio en ambos casos. En total, los intentos de la CFB para imponer condicionalidad parecen haber estado limitados y no haber sido muy exitosos salvo cuando tomaron una forma extrema mediante la intervención de la administración de las aduanas y de otros ingresos fiscales.

V. Asesoría, implicaciones y preguntas abiertas

La CFB surgió como respuesta a una ola de incumplimiento en el siglo XIX, y su razón de existir fue desapareciendo gradualmente al fenecer el mercado internacional de bonos y al declinar la importancia de los inversionistas británicos. La CFB fue formalmente finiquitada hace más de un decenio.¹⁴ En la actualidad el mercado de deuda soberana emitida por los países emergentes es grande de nueva cuenta; los incumplimientos son frecuentes y, potencialmente, difíciles de resolver. Esto ha llevado a renovar el interés en las asociaciones de acreedores, y la experiencia de la CFB puede aportar una cantidad de lecciones relevantes para la actualidad.

El análisis de la experiencia de la CFB deja muchas preguntas abiertas para realizar una investigación adicional, incluyendo las que se señalan a continuación:

- ¿Debería la intervención oficial intentar impulsar la creación de una asociación de acreedores reorganizada? Portes (2000) sostiene que las autoridades de países avanzados y las instituciones internacionales deberían de hacerlo, a través de la persuasión moral. Destaca que el Consejo Estadounidense Protector de Poseedores de Bonos Extranjeros se estableció gracias al estímulo y al apoyo del Departamento de Estado. En tanto que la CFB surgió espontáneamente del sector privado, era reconocida por las autoridades británicas y a menudo interactuaba con ellas. También se podría notar que la CFB se formó sólo algunas décadas después de la ola inicial del incumplimiento que se dio en la

¹⁴ *Financial Stability Review*, Banco de Inglaterra, nº 8 (junio de 2000, p. 14).

década de 1820 y en la de 1830. Olson (1965) analiza la *tragedia de los Comunes* con respecto al establecimiento de asociaciones, especialmente aquellas con una membresía potencialmente difusa: ningún individuo ha tenido un incentivo lo suficientemente fuerte para establecer una asociación, aún cuando, en lo colectivo sus miembros estarían todos mejor si la asociación se estableciera. En la práctica las asociaciones han surgido en una gran variedad de terrenos tanto por la intervención gubernamental, como en el caso de la Farm Bureau, que es la asociación de granjeros que se creó primero (Olson, 1965, pp. 148-153) como de manera espontánea, tal cual en la actualidad la asociación de acreedores de mercados emergentes.

- ¿Quiénes serían hoy en día los miembros naturales de una asociación de acreedores reestructurada? ¿Se elaboraría la base de inversionistas a partir de la nacionalidad o del tamaño de los mismos, del lugar de procedencia de las divisas o del tipo de bonos? MacMillan (1997) sostuvo que un revivido Consejo Protector de Poseedores de Bonos Extranjeros podría representar a los poseedores de bonos gubernamentales emitidos conforme a la legislación de Nueva York y una revivida Corporación de Poseedores de Bonos Extranjeros podría representar a los poseedores de bonos gubernamentales emitidos conforme a la legislación de Londres. Sin embargo, muchos países emiten bonos conforme a ambos tipos de legislación y muchos inversionistas poseen bonos emitidos según ambos tipos de legislación. La solución era mucho más clara en el pasado, cuando el lugar de procedencia de la divisa, el tipo de legislación y la nacionalidad de los inversionistas tendían a coincidir en gran medida.

- Por último, en la actualidad el debate sobre la coordinación de acreedores se enfoca a la necesidad de prevenir la detracción procedente de los “fondos de rapiña” (*vulture funds*), para lo cual tiene sentido buscar el repago completo (a través de juicios) por el relativamente pequeño tamaño que tienen. En el pasado, sin embargo, uno de los papeles de la CFB pudo haber sido el de proteger a los pequeños poseedores de bonos de los grandes poseedores de bonos que podrían, de otra forma, hacer arreglos por separado; tratos ventajosos para ellos a cambio de la promesa de proporcionarle al país nuevos préstamos.¹⁵

¹⁵ Lo anterior está de alguna manera relacionado con el asunto de proteger a los pequeños accionistas de los grandes accionistas que podrían expropiarles sus acciones mediante movimientos para ejercer control (La Porta y otros, 2000).

En total, nuestra impresión es que la CFB puede haber gozado de una época más fácil que la que pueda disfrutar cualquier organismo hoy en día. La CFB facilitó la coordinación en el pasado y un club de poseedores de bonos muy probablemente sería muy útil hoy. Sin embargo, la trayectoria de la CFB distó mucho de ser perfecta, y sería muy poco probable que hoy en día se desempeñara mejor una institución similar. Frecuentemente la CFB tuvo dificultades para alcanzar consenso entre los acreedores; especialmente entre grupos que poseían distintos tipos de activos. Una institución tal enfrentaría probablemente aún mayores retos en la actualidad. En particular es difícil de imaginar cómo una asociación de poseedores de bonos podría ser capaz de impedir juicios de parte de los acreedores disidentes. Es más, cierta parte de los razonamientos para buscar la coordinación de acreedores que había en el pasado, ha desaparecido esencialmente. Pocos son los bonos soberanos de hoy que cuentan con una garantía tangible en la que se puedan amparar los acreedores y es difícil imaginar una asociación de acreedores extranjeros, tomando a su cargo la administración fiscal de un país en incumplimiento. Además, la principal fuerza negociadora de la CFB fue su habilidad para bloquearles a los gobiernos en incumplimiento el acceso a los mercados de capital. Puede resultar muy difícil reproducir ese aspecto del papel de la CFB en el actual entorno financiero internacional. Asimismo, parece innecesaria una institución que siga la trayectoria de los países que han entrado en incumplimientos y han tenido bloqueado el acceso a las divisas a nivel mundial, puesto que básicamente no hay casos de países en incumplimiento que hayan logrado acceder a los mercados de capital sin antes haber liquidado sus deudas anteriores. Nuestra principal conclusión es, por lo tanto, que la experiencia de la CFB proporciona a los observadores actuales un “límite superior” acerca de lo que puede lograrse mediante una reestructurada asociación de acreedores.

Referencias

- Becker, Torbjörn, Anthony Richards y Yunyong Thaicharoen (2002), *Bond Restructuring and Moral Hazard: Are Collective Action Clauses Costly?*, presentado en la Tercera Conferencia Anual de Investigación del Fondo Monetario Internacional, Washington.
- Billyou, De Forest (1948), “Corporate Mortgage Bonds and Majority Clauses”, *Yale Law Journal*, vol. 57, pp. 595-611.

- Bolton, Patrick, y David Scharfstein (1996), "Optimal Debt Structure and the Number of Creditors", *Journal of Political Economy*, vol. 104, pp. 1-25.
- Borchard, Edwin M. (1951), *State Insolvency and Foreign Bondholders*, vol. 1, *General Principles*, Yale University Press, New Haven, Connecticut.
- Bordo, Michael, y Barry Eichengreen (2002), *Crises Now and Then: What Lessons from the Last Era of Financial Globalization?*, NBER, Cambridge, Mass. (Working Paper, n° 8716).
- Bordo, Michael, y Jongwoo Kim (1998), *Was There Really an Earlier Period of International Financial Integration Comparable to Today?*, NBER, Cambridge, Mass. (Working Paper, n° 6738).
- Buccheit, Lee, y Mitu Gulati (2002), *Sovereign Bonds and the Collective Will*, Georgetown University Law Center, Washington (Working Paper, n° 34).
- Buchanan, Michael (2001), "Emerging Market Financing: A Retrospective", *EMEA Economics Analyst*, Goldman Sachs, 6 de noviembre, pp. 4-10.
- Bulow, Jeremy, y Kenneth Rogoff (1989), "Sovereign Debt: Is to Forgive to Forget?", *American Economic Review*, vol. 79, pp. 43-50.
- Eaton, Jonathan, y Mark Gersovitz (1981), "Debt with Potential Repudiation: Theoretical and Empirical Analysis", *Review of Economic Studies*, vol. 48, pp. 289-309.
- Eichengreen, Barry, y Richard Portes (1986), "Debt and Default in the 1930s: Causes and Consequences", *European Economic Review*, vol. 30, pp. 599-640.
- Eichengreen, Barry, y Richard Portes (1988), "Les prêts internationaux dans l'entre-deux-guerres: le point de vue des porteurs de titres", *Economie Appliquée*, vol. 41, pp. 741-71.
- Eichengreen, Barry, y Richard Portes (1989a), "After the Deluge: Default, Negotiations and Readjustment During the Interwar Years", en Barry Eichengreen y Peter Lindert (eds.), *The International Debt Crisis in Historical Perspective*, MIT Press, Cambridge, Mass.
- Eichengreen, Barry, y Richard Portes (1989b), "Settling Defaults in the Era of Bond Finance", *World Bank Economic Review*, vol. 3, pp. 211-39.
- Eichengreen, Barry, y Richard Portes (2000), *Debt Restructuring with and without the IMF*, texto mimeografiado, London Business School, <http://faculty.london.edu/rportes/>.
- Feis, Herbert (1930), *Europe, The World's Banker, 1870-1913*, Yale University Press, New Haven, Connecticut.
- Fishlow, Albert (1985), "Lessons from the Past: Capital Markets During the 19th Century and the Interwar Period", *International Organization*, vol. 39, pp. 383-439.
- Flandreau, Marc, y Nathan Sussman (2002), *Old Sins: Exchange Clauses and European Foreign Lending in the 19th Century*, presentado en la Conferencia "Currency and Maturity Matchmaking", Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, D. C., 21 de noviembre.
- Fondo Monetario Internacional (1999), *Involving the Private Sector in Forestalling and Resolving Financial Crises—The Role of Creditor Committees—Preliminary Considerations*, SM/99/206.
- Fondo Monetario Internacional (2001), *Involving the Private Sector in the Resolution of Financial Crises—Restructuring International Sovereign Bonds*, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/series/03/index.htm>.
- Fondo Monetario Internacional (2002), *Strengthening the International Financial Architecture: Sovereign Debt Restructuring Mechanism (SDRM) A Fact Sheet*, <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/sdrm.htm>.
- Fondo Monetario Internacional (2003), *Communiqué of the International Monetary and Financial Committee of the Board of Governors*, Washington, D. C., 12 de abril, <http://www.imf.org/external/np/cm/2003/041203.htm>.
- Haldane, Andy (1999), "Private sector involvement in financial crisis: analytics and public policy approaches", *Financial Stability Review*, vol. 7, pp. 184-202.
- Kelly, Trish (1998), "Ability to Pay in the Age of Pax Britannica, 1890-1914", *Explorations in Economic History*, vol. 35, pp. 31-58.
- Krueger, Anne O. (2002), *A New Approach to Sovereign Debt Restructuring*, Fondo Monetario Internacional, www.imf.org/external/pubs/ft/exrp/sdrm/eng/index.htm.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer y Robert Vishny (2000), "Investor Protection and Corporate Governance", *Journal of Financial Economics*, vol. 58, pp. 3-27.
- Lindert, Peter, y Peter Morton (1989), "How Sovereign Debt Has Worked", en Jeffery Sachs y Susan Collins (eds.), *Developing Country Debt and Economic Performance*, University of Chicago Press, Chicago, Illinois.
- Lipson, Charles (1985), *Standing Guard: Protecting Foreign Capital in the Nineteenth and Twentieth Centuries*, University of California Press, Berkeley.
- Macmillan, Rory (1995a), "The Next Sovereign Debt Crisis", *Stanford Journal of International Law*, vol. 31, pp. 305-58.
- Macmillan, Rory (1995b), "New Lease of Life for Bondholder Councils", *Financial Times*, 15 de agosto.

- Marx, Daniel (2003), *Sovereign Debt Restructuring: The Upcoming Case of Argentina*, documento presentado en la conferencia “Debt Restructuring in Argentina: The Road Ahead and Lessons for Emerging Markets”, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, D. C., 31 de marzo.
- Mauro, Paolo, Nathan Sussman y Yishay Yafeh (2000), *Emerging Market Spreads: Then Versus Now*, Fondo Monetario Internacional, Washington (Working Paper, n° 00/190).
- Mauro, Paolo, Nathan Sussman y Yishay Yafeh (2002), “Emerging Market Spreads: Then versus Now”, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 117, pp. 695-733.
- Morgan, E. Victor, y W. A. Thomas (1969), *The Stock Exchange: Its History and Functions*, 2a. edición, Elek Books, Londres.
- Naciones Unidas (1965), *External Financing in Latin America*, Department of Economic and Social Affairs, Comisión Económica para América Latina, Nueva York.
- Obstfeld, Maurice, y Alan M. Taylor (1998), “The Great Depression as a Watershed: International Capital Mobility over the Long Run,” en Michael Bordo, Claudia Goldin y Eugene White (eds.), *The Defining Moment: The Great Depression and the American Economy in the Twentieth Century*, University of Chicago Press, Chicago, Illinois.
- Olson, Mancur (1965), *The Logic of Collective Action: Public Goods and the Theory of Groups*, Harvard University Press, Cambridge, Mass.
- Portes, Richard (2000), “The Role of Institutions for Collective Action”, en Charles Adams, Robert Litan, y Michael Pomerleano (eds.), *Managing Financial and Corporate Distress: Lessons from Asia*, Brookings Institution, Washington, D. C.
- Rajan, Raghuram G., y Luigi Zingales (2001), *The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20th Century*, NBER, Cambridge, Mass. (Working Paper, n° 8178).
- Rogoff, Kenneth, y Jeromin Zettelmeyer (2002), “Bankruptcy Procedures for Sovereigns: A History of Ideas, 1976-2001”, *IMF Staff Papers*, vol. 49, n° 3, pp. 470-507.
- Singh, Manmohan (2002), *Recovery Rates from Distressed Debt—Empirical Evidence from Chapter 11 Filings, International Litigation, and Recent Sovereign Debt Restructurings*, texto mimeografiado, Fondo Monetario Internacional.
- Suter, Christian (1992), *Debt Cycles in the World Economy: Foreign Loans, Financial Crises and Debt Settlements, 1820–1990*, Westview Press, Boulder, Colorado.
- Tomz, Michael (próxima aparición), *Sovereign Debt and International Cooperation: Reputational Reasons for Lending and Repayment*, texto mimeografiado, Stanford University.
- Winkler, Max (1933), *Foreign Bonds: An Autopsy; a Study of Defaults and Repudiations of Government Obligations*, Roland Swain Company, Philadelphia.
- Wright, Mark (2000), *Sovereign Risk and Creditor Coordination*, texto mimeografiado, MIT.
- Wynne, William (1951), *State Insolvency and Foreign Bondholders*, vol. 2, *Selected Case Histories of Governmental Foreign Defaults and Debt Readjustments*, Yale University Press, New Haven, Connecticut.

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

ASOCIADOS

BANCO CENTRAL DE CHILE

Presidente: Vittorio Corbo Lioi. *Vicepresidente:* José de Gregorio Rebeco. *Consejeros:* María-Elena Ovalle Molina, Jorge Desormeaux Jiménez y Manuel Marfán Lewis. *Gerente general:* Camilo Carrasco Alfonso. *Fiscal:* Miguel-Ángel Nacrur Gazali. *Gerentes de división:* Luis-Oscar Herrera Barriga (Política financiera), Esteban Jadresic Marinovic (Internacional), Rodrigo Valdés Pulido (Estudios) y Carlos Pereira Albornoz (Gestión y desarrollo). *Gerentes:* Francisco Miranda Carreño, *a. i.* (Informática), Francisco García Letelier (Administración y contabilidad), Pablo García Silva (Análisis macroeconómico), José-Manuel Garrido Bouzo (Análisis financiero), Sergio Lehmann Beresi (Análisis y operaciones internacionales), Carlos Leiva Villagrán (Tesorería), Cecilia Feliú Carrizo (Recursos humanos), Gloria Peña Tapia (Comercio exterior y política comercial), Jorge Pérez Etchegaray (Operaciones monetarias), Cristián Salinas Cerda (Inversiones internacionales), Klaus Schmidt-Hebbel (Investigación económica), Ricardo Vicuña Poblete (Información e investigación estadística) y Eduardo Arriagada Cardini (Comunicaciones institucionales). *Abogado jefe:* Juan-Esteban Laval Zaldívar. *Revisor general:* Mario Ulloa López. *Capacitación:* Patricia Letelier Barros. *Bibliotecaria:* Rubeth Silva Canto. *Jefe de departamento:* Andrés Vargas Poblete (Operaciones de mercado abierto).

(Información oficial, marzo de 2004)

BANCO CENTRAL DE COSTA RICA

JUNTA DIRECTIVA. *Presidente:* Francisco de Paula

Gutiérrez Gutiérrez; *vicepresidente:* Luis Mesalles Jorba; *miembros:* Alberto Dent Zeledón, Jorge Alfaro Alfaro, Manrique Constenla Umaña, Hilda-Pepita Echandi Murillo y José-Eduardo Angulo Aguilar; y *secretario general:* Jorge Monge Bonilla. PERSONAL EJECUTIVO. *Gerente:* José-Rafael Brenes Vega; *auditor interno:* Ernesto Retana Delvó; y *subauditor:* Bolívar Montenegro Rodríguez. *Directores de división:* William Calvo Villegas (Económica), Rosa Roig Oller (Administrativa), Carlos Melegatty Sarlo (Servicios financieros), Héctor Ávila Valverde (Gestión de activos y pasivos), Luis-Fernando Mora Jiménez (Tecnologías de información), José-Aníbal Cascante Soto (Asesoría jurídica) y Jorge Monge Bonilla (Secretaría general). CONSEJO NACIONAL DE SUPERVISIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO. *Presidente:* Luis-Diego Vargas Chinchilla; *miembros:* Alejandro Matamoros Bolaños, Juan-José Flores Sittenfeld, Álvaro García Bolaños, Marta Arrea Brenes, Silena Alvarado Viquez, Ovidio Pacheco Salazar, Francisco de Paula Gutiérrez Gutiérrez y José-Rafael Brenes Vega. PERSONAL EJECUTIVO. *Superintendentes generales:* Óscar Rodríguez Ulloa (Entidades financieras), Javier Cascante Elizondo (Pensiones) y Adolfo Rodríguez Herrera (Valores).

(Información oficial, marzo de 2004)

BANCO CENTRAL DEL ECUADOR

DIRECTORIO. *Presidente:* Mauricio Yépez Najas; *miembros:* Sixto Cuesta Compán, José Cucalón Ycaza y Cornelio Malo Donoso. PERSONAL EJECUTIVO. *Gerente general:* Leopoldo Báez Carrera; *subgerente general:* Mauricio Pareja Canelos; *directores generales:* Ramiro Galarza Andrade (Estudios), Mauricio Ullrich Reascos (Banca) y Miguel Robayo Páez

(Servicios corporativos); *gerente de la Sucursal Mayor Guayaquil*: Tomás Plúas Albán; *secretario general (a. i.)*: Pablo Guerrero Torres; y *asesor legal*: Francisco Grijalva Muñoz.

(Información oficial, marzo de 2004)

BANCO CENTRAL DE HONDURAS

Presidenta: María-Elena Mondragón de Villar. *Vicepresidenta*: Analía Napky. *Directores*: Suyapa Funes Castro, Manuel Fontecha Ferrari y Óscar Núñez. *Gerente*: Ariel Pavón. *Subgerentes*: Manuel de Jesús Bautista, Héctor Méndez Cáliz y Liliana Castillo de Sierra (Estudios económicos). *Jefes de departamento*: Gerardo Casco (Internacional), Claudia Maturte de Banegas (Recursos humanos), César-Antonio García Madrid (Informática y tecnología), Justo-Ernesto Murillo (Servicio jurídico), José-Francisco Lagos (Servicios generales), Saúl-Moisés León (Emisión y tesorería), Nicardo-Florentino Palma (Contaduría), Jorge Romero (Crédito y valores), José-María Palacios (Organización y planeamiento), Matilde Maradiaga de Franco (Previsión social) y Pedro Pavón (Seguridad e investigaciones especiales). *Jefes de unidad*: José-Antonio Borjas (Servicios fiscales), Martha-Betulia Moradel Díaz (Servicios bibliotecarios), Isis-Ondina Rossi de Vindel (Comunicaciones y relaciones internas), Manuel Rodríguez (Agregados económicos), Jorge Oviedo Imbodem (Agregados financieros), Ángel-Alberto Arita Orellana (Programación financiera) y Carlos Espinoza (Investigación económica).

(Información oficial, marzo de 2004)

BANCO DE MÉXICO

JUNTA DE GOBIERNO. *Gobernador*: Guillermo Ortiz Martínez; *subgobernadores*: José-Julián Sidaoui Dib, Everardo Elizondo Almaguer, Jesús Marcos Yacamán y Guillermo Güémez García. *Directores generales*: David Margolín Schabes (Operaciones de banca central), Manuel Ramos Francia (Investigación económica), José Quijano León (Análisis del sistema financiero), Alejandro Garay Espinosa (Administración interna), Francisco Moreno y Gutiérrez (Asuntos jurídicos) y Jaime Pacreu Vizcaya (Emisión). *Contralor*: Jorge Nicolás Fischer. *Directores*: Javier Duclaud González de Castilla (Operaciones), Manuel Galán Medina (Sistemas operativos y de pagos), Samuel Alfaro Desentis (Análisis y evaluación de mercados), José-Antonio Cortés Olvera (Trámite operativo), Javier Guzmán Cala-

fell (Asuntos internacionales), Jesús Cervantes González (Medición económica), Alejandro Díaz de León Carrillo (Análisis macroeconómico), Javier Salas Martín del Campo (Precios, salarios y productividad), Gabriel Vera y Ferrer (Sistematización de información económica y servicios), Pascual O'Dogherty Madrazo (Análisis del sistema financiero), Cuauhtémoc Montes Campos (Información del sistema financiero), Joaquín Araico Río (Administración), Gerardo Zúñiga Villarce (Contabilidad), Alejandro Alegre Rabiela (Seguridad), Fernando Corvera Caraza (Disposiciones de banca central), Humberto Ruiz Torres (Asuntos jurídicos), Javier Cárdenas Rioseco (Intermediarios financieros de fomento), Alejandro García Kobeh (Coordinación de la información), Federico Rubli Kaiser (Relaciones externas) y Fernando Castañeda Ramos (Sistemas).

(Información oficial, marzo de 2004)

BANCO CENTRAL DEL PARAGUAY

DIRECTORIO. *Presidente*: Ángel-Gabriel González Cáceres; *directores titulares*: Luis-Gerardo Lezcano Pastore, Mario-Héctor Pastore Barreiro, Raúl-Antonio Ayala Diarte y Venicio-Adolfo Sánchez Guerreros. *Superintendentes*: Rodrigo-Fernando Ortiz Frutos (Bancos) y Máximo-Gustavo Benítez Giménez (Seguros). *Gerente general*: Gilberto Rodríguez Garcete. *Gerentes de área*: Emilio Ortiz Trepowski, *a. i.* (Estudios económicos), Isaac-Rubén Aguilera Dávalos (Operaciones nacionales), Darío-Rolando Arréllaga Yaluk (Operaciones internacionales), Carlos-Daniel Benítez Vieira, *a. i.* (Contabilidad y finanzas), Rogelio Cáceres Báez (Servicios administrativos), Diego-Arturo Martínez Sánchez (Auditoría interna), Carlos González Escobar y José Bogado Méndez (Gestión de riesgos), Rubén-darío Báez Maldonado (Gabinete de la Presidencia), Luis-Aurelio Cecco Cáceres (Secretaría del Directorio) y Armando-Daniel Rodríguez Franco (Desarrollo y gestión institucional). *Directores de intendencias y departamentos*: Óscar-Atilio Boidanich Ferreira (Supervisiones especiales, de la Superintendencia de bancos), Isidoro Benítez Arévalo, *a. i.* (Intendencia administrativa, de la Superintendencia de bancos), Julio González Caballero (Análisis financiero y normas, de la Superintendencia de bancos), José-Óscar Caballero (Inspección, de la Superintendencia de bancos), Mario-Benjamín Riveros, *a. i.* (Estudios técnicos y actuariales, de la Superintendencia de seguros), Derris Penayo Ramírez (Control financiero, de la Superintendencia de seguros), César-Gustavo Col-

mán Mendieta (Control de operaciones de reaseguros y auxiliares del seguro, de la Superintendencia de seguros), Luis-Fernando Sosa Centurión (Asuntos legales, de la Superintendencia de seguros), Eladio-Antonio Russo Vázquez (Crédito y cuentas públicas), José-Aníbal Insfrán Pelozo (Estudios monetarios y financieros), Jorge-Raúl Corvalán Mendoza (Economía internacional), Carlos-Avelino Rodríguez Báez (Cuentas nacionales y mercado interno), Fermín-Alfredo Gil Páez (Contabilidad), María-Elizabeth Oviedo de Centurión (Finanzas), Miguel-Ángel-Santiago Yegros Arce (Administración de reservas), Ramón-Norberto Carreras Sánchez (Operaciones internacionales), Sixto-Celestino Morínigo Caballero (Tesorería), Rafael-Ciro Ibarra Collar (Operaciones del Centro de servicios extraordinarios), Luis-Antonio Duarte Melgarejo (Análisis del Centro de servicios extraordinarios), Juan-Vicente Souto Mello, *a. i.* (Operaciones de mercado abierto), Manuel Barboza Velásquez, *a. i.* (Auditoría de gestión), Adolfo-Ramón Bordón López, *a. i.* (Auditoría financiera), Olga Argüello de Yacquet (Auditoría especializada), Mario-Melanio Báez Páez (Servicios generales), Alcibíades Bravo Ferreira (Adquisiciones y suministros), Ángela-María Giménez Arámbulo (Informática), Aldo-Javier Rodríguez González, *a. i.* (Servicios jurídicos), Mariano Viveros Pineda, *a. i.* (Seguridad), Hernán-Melanio Colmán Rojas (Recursos humanos), Mario-Fernando Bécker Domínguez (Asesoría en Administración), Víctor Cuevas Núñez (Unidad técnica ejecutora de programas), Oswaldo-Ernesto Rodríguez González (Actividades culturales), Esteban-Fortunato Cardozo Martínez (Unidad de coordinación de programas y proyectos) y Alfredo-César Florentín Venialvo, *a. i.* (Secretaría general). *Jefes:* César-Augusto Nizza Molinas (Cámara compensadora), María-Lucila Caballero Sarquís (Relaciones públicas y protocolo) y Martín-Tomás von Schoucher Wertheimer (Centro de comunicación social).

(Información oficial, marzo de 2004)

CENTRAL BANK OF TRINIDAD AND TOBAGO

JUNTA DIRECTIVA. *Gobernador-presidente:* Ewart Williams; *subgobernadores:* Amoy Chang Fong y Shelton Nicholls; *directores:* Carlyle Greaves, Amelia Carrington, Barbara Chatoor, Trevor Byer, Kyle Rudden, Selwyn Cudjoe, Rolph Balgobin y Leroy Mayers; y *secretaria:* Amoy Chang Fong.

(Información oficial, marzo de 2004)

BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

DIRECTORIO. *Presidente:* Julio de Brun. *Vicepresidente:* Miguel Vieytes. *Director:* Andrés Pieroni. *Secretario general:* Aureliano Berro. *Gerente general:* Gualberto de León. *Superintendentes:* Fernando Barrán (Superintendencia de instituciones de intermediación financiera, SIIF) y, Ana-María Acosta y Lara (Superintendencia de seguros y reaseguros). *Gerentes de división:* Umberto Della Mea (Política económica), Ariel Fernández (Operaciones), Héctor Scafarelli (Administración) y Rosario Patrón (Mercado de valores y Control de las Administradoras de fondos de ahorro previsional, AFAP). *Intendente:* Alfredo Porro (SIIF). *Auditora e inspectora general:* Beatriz Casal. *Abogado asesor:* Hebert Bagnoli. *Coordinadora del Centro de comunicación institucional:* Brenda Viola. *Prosecretario general:* vacante. *Gerentes de área:* José A. Licandro (Investigaciones económicas), Lourdes Erro (Estadísticas económicas), Daniel Dominioni (Política monetaria y programación macroeconómica), Alberto Graña García (Operaciones internacionales), Eduardo Ferrés (Operaciones locales), Jorge San Vicente (Contaduría), Bruno d'Amado (Sistemas de información), Luis López (Recursos humanos), Juan-Carlos Álvarez (Servicios generales), Jorge Ottavianelli (Análisis e inspección de las SIIF), Juan-Pedro Cantero (Estudio y regulación de las SIIF), Elsa Holt (Seguros y reaseguros), Jorge Xavier (adscrito a la Gerencia general), Adolfo Sarmiento (Control operativo de las AFAP), Elizabeth Fungi (Normas, registros y servicios de las AFAP) y Jorge Christy (Auditoría de sistemas y gestión).

(Información oficial, marzo de 2004)

COLABORADORES

BANCO DE ESPAÑA

CONSEJO DE GOBIERNO. *Gobernador:* Jaime Caruana; *subgobernador:* Gonzalo Gil; *consejeros:* Eduardo Bueno, José-Manuel González-Páramo, Joaquín Muns, Juan Muñoz, Jaime Requeijo y Julio Segura; *directora general del Tesoro y Política financiera:* Belén Romana García; *vicepresidente de la Comisión Nacional del mercado de valores:* Juan-Jesús Roldán; *secretario:* José-Antonio Alepuz; *directores generales:* F. Javier Aríztegui, José-Luis Malo de Molina, José-María Roldán, Pedro-Pablo Villasante y José-María Viñals; y *representante del personal:* María-Isabel Gutiérrez Arijá. **COMISIÓN EJECUTIVA.** *Gobernador:* Jaime Caruana; *subgobernador:* Gonzalo

Gil; *consejeros*: José-Manuel González-Páramo y Julio Segura; *secretario*: José-Antonio Alepuz; y, *directores generales*: F. Javier Aríztegui (Operaciones, mercados y sistemas de pago), José-Luis Malo de Molina (Servicio de estudios), José-María Roldán

(Regulación), Pedro-Pablo Villasante (Supervisión) y José-María Viñals (Asuntos internacionales).

(Información oficial, marzo de 2004)

Actividades del CEMLA durante diciembre de 2003-febrero de 2004

<i>Actividad</i>	<i>Instituciones copatrocinadoras Lugar y fecha</i>
<i>Cursos</i>	
Política Monetaria y Econometría	Centre for Central Banking Studies (Banco de Inglaterra) y Banco Central de Venezuela Caracas, 2 – 6 de febrero
La Banca Central Moderna: un Enfoque Integral	Banco Federal de Reserva de Nueva York México, D. F., 23 de febrero – 26 de marzo Nueva York, 29 de marzo – 2 de abril
<i>Misiones</i>	
Evaluación de los Sistemas de Compensación y Liquidación de Pagos y Valores de Nicaragua	Banco Mundial Managua, 1 ^o – 5 de diciembre
Apoyo al Gobierno de Guyana en la Evaluación de la Gestión de Deuda y Estrategia de Nuevo Financiamiento	Debt Relief International Georgetown, 26 de enero – 3 de febrero
Preparatoria para la organización de la Semana de Sistema de Pagos 2004	Banco Central de Costa Rica San José, 27 – 28 de enero
Evaluación de los Sistemas de Liquidación de Pagos y Valores de Guatemala.	WHF (Banco Mundial) Guatemala, 29 de enero – 6 de febrero
Apoyo al Gobierno de Honduras para actualizar a funcionarios de línea y mandos medios en aspectos relativos a la Iniciativa HIPC y el Club de París	Debt Relief International Tegucigalpa, 16 – 20 de febrero

Publicaciones:

Programa de actividades 2004
(español e inglés)

Monetaria, vol. XXVI, n° 4, octubre-diciembre

Money Affairs, vol. XVI, n° 2, julio-diciembre

Premio de Banca Central “Rodrigo Gómez”: convocatoria para 2005

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

Publicamos a continuación la convocatoria con las bases para el premio que se otorgará en 2005:

1. Podrán presentarse aquellos trabajos sobre temas de interés directo para los bancos centrales miembros del CEMLA, que deberán versar sobre cualquiera de los siguientes temas:

- a) Política y programación monetarias (experiencias en América Latina)
- b) Papel de las instituciones financieras en el desarrollo económico
- c) Análisis de los mercados de capitales
- d) Política de balanza de pagos y movimiento internacional de capitales
- e) Cooperación financiera entre países latinoamericanos
- f) Problemas monetarios internacionales y sus repercusiones en América Latina

2. Los estudios que se presenten deberán ser originales, incluyendo tesis de grado universitario que no hayan sido editadas con fines comerciales, así como trabajos que se presenten en las conferencias anuales de la Red de investigadores de los bancos centrales del Continente Americano. Los trabajos podrán presentarse escritos en español, francés, inglés o portugués, acompañados, de ser posible, de una traducción al inglés o al español, lo que facilitará la labor del jurado calificador. Los trabajos

no podrán tener una extensión mayor de 30 000 palabras (equivalente a aproximadamente 100 carillas, de 1 600 caracteres cada una).

3. El autor o autores de los trabajos que se presenten a concurso deberán ser personas físicas nacionales de los países de los bancos centrales asociados del CEMLA o de los que integran las reuniones de gobernadores de bancos centrales de América Latina¹ y de España. No podrán concursar los miembros del personal directivo del CEMLA (director general y subdirector general).

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

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

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

6. Los trabajos deberán enviarse a la dirección del CEMLA (Durango n° 54, México, D. F., 06700) en nueve ejemplares, a más tardar el 15 de enero de 2005 y se procurará obtener la decisión del jurado en un plazo no mayor de noventa días a partir de esa fecha.

7. Al remitir los trabajos a los miembros del jurado, el CEMLA suprimirá los nombres de los autores y asignará a cada estudio presentado una clave que será el único medio de identificación de que disponga el jurado para comunicar las calificaciones respectivas.

8. Cada miembro del jurado enviará al CEMLA su calificación de los trabajos en orden de preferencia, cuando menos por lo que se refiere a los tres primeros lugares que asigne. El CEMLA hará los cálculos respectivos y comunicará los resultados a los miembros del jurado. Una vez que éstos se hayan dado por informados la Junta de gobierno autorizará al CEMLA para notificar la decisión al autor o autores fa-

vorecidos. En caso de que más de dos trabajos empaten en el primer lugar, el CEMLA se dirigirá de inmediato al jurado, en busca de una nueva clasificación entre los trabajos que hayan quedado empatados.

9. El autor o autores del estudio o estudios merecedores del premio cederán los derechos de autor al CEMLA, quien lo o los publicará, procurando que la primera edición de los mismos, en el idioma original, se realice a tiempo para que sea conocida por los gobernadores de bancos centrales de América Latina y de España en su reunión correspondiente al mes de septiembre de 2005.

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



El **CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS** fue fundado en 1952 por siete bancos centrales de América Latina, a saber: Banco Central de Chile, Banco de la República (Colombia), Banco Nacional de Cuba, Banco Central del Ecuador, Banco de Guatemala, Banco Central de Honduras y Banco de México, S. A. Actualmente, son miembros de la institución los bancos centrales de América Latina y el Caribe, bancos centrales extrarregionales, así como organismos supervisores y entidades regionales del sector financiero. La lista completa se detalla en la contraportada. En los campos monetario, financiero y bancario el **CEMLA** promueve investigaciones, organiza reuniones y seminarios internacionales y recoge experiencias que sistematiza por medio de la administración de programas de capacitación y de asistencia técnica que contribuyen a formar y actualizar a los funcionarios de sus instituciones miembros.

Uno de sus objetivos es informar sobre la evolución del pensamiento económico dentro y fuera de la región, y difundir los hechos de importancia en materia de políticas monetaria, financiera y cambiaria, fundamentalmente. Sus libros, revistas y boletines contienen un vasto material de estudio y constituyen una permanente fuente de información para los estudiosos de estos temas.

BOLETÍN

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

Suscripciones y pedidos:

*Claudio Antonovich
CEMLA, Departamento de Relaciones públicas
Durango nº 54, México, D. F., 06700, México*

*Teléfono: (5255) 55-33-03-00, ext.: 255
Telefax: (5255) 55-25-44-32
E-mail: antonovich@cemla.org*

MIEMBROS DEL CEMLA

ASOCIADOS

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

COLABORADORES

Bancos centrales

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

Otras instituciones

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