

CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS

# BOLETÍN

VOLUMEN XLVI, NÚMERO 3  

---

MAYO-JUNIO DE 2000

# CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS

## ASAMBLEA

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

## JUNTA DE GOBIERNO

*Presidente:* Banco Central de la República  
Argentina, 1998-2000.

*Miembros:* Banco de México, permanente;  
Banco Central del Ecuador, 1998-2002;  
Banco de la República de Haití, 1996-  
2000; Banco Central de la República  
Dominicana, 1998-2002.

## AUDITORÍA EXTERNA

Banco de México

## PERSONAL DIRECTIVO

*Director general*  
Sergio Ghigliazza García

*Subdirector general*  
Luis-Alberto Giorgio Burzilla

*Directora de Capacitación*  
Jimena Carretero Gordon

*Director de Relaciones internacionales*  
Juan-Manuel Rodríguez Sierra

---

*Boletín* es una publicación del Centro de Estudios  
Monetarios Latinoamericanos, Durango n° 54,  
México, D. F., 06700. Aparece el día 25 de cada  
mes par. ISSN 0186 7229.

# CEMLA BOLETÍN

## ÍNDICE

- 105 **Desarrollos globales económicos y financieros  
en los noventa e implicaciones para la política  
monetaria**  
Flemming Larsen
- 111 **El Eurosistema y la estabilidad financiera**  
Tommaso Padoa-Schioppa
- 118 **Política cambiaria en un proceso de ajuste or-  
denado**  
Leonardo Villar Gómez
- 126 **El concepto de banca central**  
Banco de Francia
- 144 **Sistemas de pagos electrónicos y eficiencia  
financiera y monetaria**  
Renato R. González Disla
- 151 **Actividades del CEMLA durante abril-mayo de  
2000**

*Los trabajos firmados son responsabilidad exclusiva de los auto-  
res y no coinciden necesariamente con el criterio del CEMLA.*

---

VOLUMEN XLVI

NÚMERO 3

MAYO-JUNIO DE 2000

---

# Desarrollos globales económicos y financieros en los noventa e implicaciones para la política monetaria\*

*Flemming Larsen*

Señora gobernadora, damas y caballeros:

Cuando el señor Mussa me pidió hace tan solo unos cuantos días que lo reemplazara en esta conferencia, inmediatamente me precipité para tener la oportunidad de visitar Viena una vez más. Después me dijo que él todavía no había preparado su discurso, por lo que pensé que podría simplemente hacerme cargo de esto. Su tema iba a ser sobre los desafíos de restaurar condiciones de alto empleo en Europa.

Estoy muy contento ahora de no haber elegido, de hecho, ese tema porque ha sido discutido extensivamente en la mañana. Esto es sin lugar a dudas el asunto de política más importante al que se enfrenta Europa pero pienso que ha sido cubierto muy bien.

En vez de esto discutiré sobre las tendencias globales económicas y financieras en los años noventa y las implicaciones para la política monetaria. Esto es la versión suave de mi título (apropiadamente suave como le toca a un funcionario internacional). Títulos algo más audaces hubieran podido ser: ¿Sugiere la restauración de la estabilidad del precio global que la estabilidad del tipo de cambio se está haciendo más fácil de llevar a cabo en el futuro? O: ¿Está débil el euro y es eso un problema? O ¿Hay algún vínculo entre el alto desempleo en Europa y la crisis asiática? Como trataré de convencerlos, pudiera bien haber tal vínculo y es uno diferente del que la mayoría de la gente tiene en mente.

\* Traduce y publica el CEMLA, con la debida autorización, el discurso de F. Larsen, director adjunto de Investigación, en el Fondo Monetario Internacional (FMI), presentado en la "27ª Conferencia de Economía Posibilidades y Limitaciones de la Política Monetaria", en el Oesterreichische Nationalbank, en Viena, el 10 de junio de 1999, y que apareció en la página Web del FMI, con el título "Global economic and financial developments in the 1990s and implications for monetary policy".

Al trabajar sobre mi presentación en camino a Viena me preocupaba que mis puntos de vista fueran un poco audaces para un foro como este, una audiencia de banqueros centrales. Pero después de oír la excelente presentación del profesor Streissler ayer ya no pienso más que mis puntos de vista sean todos así de audaces. De hecho pienso que he hallado un alma gemela en el profesor Streissler. Estoy agradecido, de que él haya preparado el terreno para algunas de las cosas que voy a decir. Particularmente también estoy contento de anotar, como lo destacó el señor Streissler, que algunos de estos puntos de vista están de hecho relacionados con el pensamiento de famosos economistas austríacos como Hayek. El hecho de que hay alguna clase de conexión con la escuela austríaca hace todavía más apropiado presentar estos puntos de vista aquí en Viena.

Inicialmente diré unas pocas palabras sobre la crisis del mercado emergente del último par de años. Los años noventa, como saben, han sido marcados por una gran dosis de volatilidad en los mercados financieros globales, más recientemente en la forma de las crisis del mercado emergente de 1997 a 1999 que hundieron primero al sureste de Asia y posteriormente a Rusia y mucho de América Latina. Como resultado de estas crisis, junto con la severa recesión en Japón, el crecimiento económico mundial perdió velocidad notablemente en 1998 y se espera que se mantenga bastante deprimido este año. Pero las crisis se han aliviado considerablemente en meses recientes.

Hay ahora signos de un giro en las economías atribuladas por la crisis asiática. Esto ha justificado más revisiones de nuestros proyectos de crecimiento para estos países en meses recientes al tiempo que sus perfiles de recuperación enseñan cada vez más el modelo en forma de V que hemos observado a menudo en otras partes después de agudas

contracciones de datos procesados. Para Brasil, hay también alentadores signos de una temprana vuelta a la confianza. En Rusia, la actividad económica ha sido afectada menos severamente que lo esperado en el inicio de la crisis de agosto pasado, y el compromiso por parte del nuevo gobierno para sostener el proceso de reforma sugiere que lo peor puede también haber quedado atrás, aunque hay todavía una gran dosis de incertidumbre en cuanto a las expectativas para Rusia.

¿Así que esto ahora implica que la crisis global se ha acabado y que el crecimiento mundial regresará rápidamente a la tendencia de tasa de crecimiento de  $3\frac{1}{4}$ -4 % que hemos observado durante el pasado cuarto de siglo? Tal vez. Las recuperaciones en los países de mercado emergente recientemente en crisis bien pudieran sorprender en su giro ascendente. Aunque siempre hay un peligro de revés de políticas, decepciones de mercados, y contagio renovado, los mercados financieros pronto pueden llegar al punto de que en realidad estas crisis han contribuido a mejorar los prospectos de largo plazo de los países de mercado emergente a través de las reformas y las instituciones más fuertes que ahora se están implementando. Es más, los datos más recientes que han aparecido en el área del euro y Japón sugieren que la inactividad en esas economías y especialmente en Japón también puede estar llegando a su final.

En conjunto, es aparente que nuestra previsión global de crecimiento para 1999, que se estimaba en un  $2\frac{1}{4}$ % tan recientemente como en la época del encuentro del comité interino a fines de abril, puede que sea demasiado pesimista. Espero que nuestras próximas proyecciones muestren una tasa de crecimiento algo más alta para 1999.

Sin embargo, todavía significativos riesgos de pérdidas se ligan al panorama global para el año próximo y el 2001. Las mayores incertidumbres parecen ahora emanar del mundo industrial. De hecho, una preocupación clave se deriva del modelo desequilibrado de crecimiento que hemos visto recientemente entre las tres grandes áreas monetarias.

La fuerte economía de Estados Unidos ha desempeñado un importante papel al evitar una baja económica global más seria en el último par de años, pero el crecimiento continuo, por encima del potencial, conlleva al riesgo de que la pérdida de dinamismo final pudiera ser súbita y más pronunciada de lo que la mayoría de los analistas y mercados financieros esperan actualmente.

Si la economía de Estados Unidos llegara a perder dinamismo de manera significativa, habría razones de que preocuparse en cuanto a la capacidad de otros países para proveer apoyo suficiente a la

actividad global. Esto se aplica especialmente a Japón, donde la recesión parece haber tocado fondo pero todavía no queda claro si están implementadas las condiciones para una fuerte recuperación auto-sostenida a pesar de un considerable apoyo de política fiscal y monetaria.

Recientemente en el área del euro, el crecimiento ha sido bastante débil, especialmente en Alemania e Italia, y todavía queda por ver si el alivio de parte del Banco Central Europeo (BCE) será suficiente para restaurar el impulso del restablecimiento de la demanda interior en Europa.

Teóricamente las diferencias cíclicas entre los países principales pueden superarse gradualmente. Y es razonable pensar que un aterrizaje suave es posible para Estados Unidos y que las recuperaciones en Japón y en Europa compensarán un período de consolidación en Estados Unidos. Pero es casi igualmente razonable esperarse a un proceso de ajuste menos benigno, uno que pudiera conllevar un aterrizaje más duro para los Estados Unidos y una situación donde las fuerzas negativas se ejercerían otra vez en Japón y en Europa.

Sospecho que muchos de ustedes estarán de acuerdo en que tanto la generosamente valorada bolsa de Estados Unidos y la presente constelación de tipos de cambio entre las principales divisas –visto junto con la ampliación de desequilibrios de cuenta corriente en años recientes– contiene el potencial para significantes y desordenadas correcciones en los mercados financieros. Es este riesgo el que justifica una cautelosa distinción entre la crisis del mercado emergente, donde lo peor parece que ya se acabó, y en general la salud de la economía mundial, donde es todavía demasiado temprano para saber como se van a resolver los desequilibrios globales presentes.

\* \*  
\*

Los años noventa han visto grandes realizaciones para los responsables de políticas globales pero también una cantidad de nuevos retos asociados con cambios significativos en el funcionamiento de la economía global y en la naturaleza de los enlaces económicos y financieros internacionales. Entre las realizaciones, el restablecimiento de la estabilidad de precios general en los países industrializados destaca como un logro particularmente notable y también ha habido progreso impresionante en la consolidación fiscal en varios países. Pero como hemos visto, por necesarias que sean estas dos condiciones para salvaguardar un crecimiento económico razonablemente robusto y estable, claramente son insuficientes. Eliminar puntos débiles de políticas fiscales y monetarias dirige a la fuente

de algunos trastornos macroeconómicos pero claro que no a todos. De hecho, es ahora generalmente aceptado que las decisiones de la iniciativa privada aún cuando se toman en el contexto de mercados que funcionan bien y sin distorsión, pueden llevar a auges y quiebras. En lo que quisiera hacer hincapié es en las complicaciones de política que surgen por varias características estrechamente interrelacionadas de la economía global que, o son nuevas o por lo menos parecen haberse hecho más dominantes en los años noventa. Estas características o desarrollos están todos asociados con el proceso de la globalización.

*En primer lugar*, los enlaces económicos a través de los países y regiones en la economía mundial parecen haber cambiado significativamente. Hay una gran medida de evidencia empírica sobre la transmisión de trastornos económicos a través de los movimientos comerciales y precios de mercancías, de acuerdo con el modelo histórico de una correlación positiva entre los ciclos de negocios de los países industrializados y los de los países en vías de desarrollo o mercados emergentes. Pero en los años noventa los movimientos de capital privado han dominado cada vez más los enlaces internacionales a tal grado que los ciclos de negocios se han vuelto desincronizados. En los primeros años noventa por ejemplo, la mayoría de los principales países industrializados experimentaron retrasos económicos, primero en Estados Unidos con una tibia y breve recesión y en Japón en el umbral del estallido de la “burbuja” de la ilusión de los precios de activos y después en Europa en conexión con las tensiones y presiones que también llevaron a la crisis del Mecanismo de Tipos de Cambio del Sistema Monetario Europeo (MTC). Durante aquellos años los países de mercado emergente no resultaron afectados en forma negativa por la debilidad en el mundo industrial. Lo único sería que parecen haber estado recibiendo un impulso adicional a sus expansiones económicas, un impulso que finalmente contenía las semillas de la crisis asiática.

Durante la crisis asiática, hemos observado otro ejemplo de efectos inesperados. Cuando la demanda y las importaciones en los países en crisis llegaron a un colapso, sus déficits externos se tornaron bruscamente en excedentes, un giro de alrededor de 130 mil millones de dólares de Estados Unidos en poco más de un año. Esto obviamente tuvo un impacto negativo sobre las exportaciones y la producción industrial en Estados Unidos, Europa y Japón. En éstos últimos, los efectos negativos en el crecimiento fueron los esperados, pero en Estados Unidos, ahora parece como si la crisis asiática hubiera sido un evento fortuito que bien pudiera

haber ayudado a prolongar una ya muy larga expansión económica.

Hay varias razones para considerar que la crisis del mercado emergente era fortuita para Estados Unidos. Primero, porque la redirección de los movimientos de capital agregó fluidez a los mercados de bonos y valores de Estados Unidos. Segundo, porque los precios de importación en declive estimularon el poder adquisitivo y bajaron la inflación. Esto no solamente permitió a la Reserva Federal mantener las tasas de interés regulares en una fase tardía del ciclo, finalmente le permitió a la Fed aligerar las tasas de interés en unos 75 puntos base el otoño pasado, frente a temores ampliamente difundidos de un aprieto de crédito siguiendo al incumplimiento de pago de Rusia y el casi colapso del fondo barrera LTCM. A través del episodio de la crisis asiática la economía de Estados Unidos sobrepasó inclusive hasta las más optimistas predicciones. Me parece difícil evitar la conclusión de que la economía de Estados Unidos pudo haber sido estimulada por la crisis asiática, por lo menos a corto plazo.

*El segundo* cambio que ha ocurrido en los años noventa, lo que ayuda a explicar los enlaces al parecer inversos, ha sido el aumento marcado en movimientos de capital privado transfronterizos. En particular, el aumento en movimientos privados hacia países de mercado emergente en la década de los noventa, claramente marcó una ruptura con los niveles relativamente moderados de tales movimientos observados en los años ochenta.

¿Qué explica este aumento? La liberalización de los mercados financieros, la eliminación de controles de capital, la búsqueda de altos intereses, y el deseo de diversificación de la cartera, probablemente todos desempeñaron un papel pero ha habido también algunas razones menos benignas, incluyendo la subestimación de riesgo y efectos moralmente peligrosos como resultado de varias garantías gubernamentales explícitas e implícitas (no solamente en los países importadores de capital).

Aun cuando aquellos factores ayudan a explicar el aumento masivo en movimientos de capital *brutos*, también necesitamos reconocer que los grandes movimientos de capital *netos* a países de mercado emergente no hubieran sido posibles en los primeros años noventa sin los amplios y crecientes excedentes externos de Japón y lo que es ahora el área del euro durante este periodo. Por ejemplo, el desempeño soso en casa y el bajo costo de fondos proporcionó fuertes incentivos para que los bancos europeos y japoneses probaran su suerte en el extranjero.

*El tercer rasgo* de la economía global que parece haberse vuelto más pronunciado o dominante en la década de los noventa es la sensibilidad de los tipos de cambio a evoluciones cíclicas. La sensibilidad cíclica de los tipos de cambio ha sido observada por algún tiempo para las monedas del G-7 y ahora del G-3, donde aparece que, países con un desempeño económico fuerte tienden a experimentar aumento en tipos de cambio porque ofrecen las mejores perspectivas para inversionistas internacionales. Sin embargo, más allá del ciclo, al estrecharse o incluso revertirse las divergencias cíclicas, las mismas fuerzas pueden tender a producir, relativamente, amplias realineaciones en tipos de cambio. Uno quisiera pensar en tales movimientos como esencialmente estabilizadores, con tal de que no sean excesivos respecto a las divergencias cíclicas.

Más allá de las monedas del G-3 los años noventa también han sido testigo de un giro adicional general y muy pronunciado hacia una mayor flexibilidad en los regímenes de tipos de cambio entre los países de mercado emergente. Ya sea por tratarse de una respuesta a las crisis financieras, contagio, o derrames a través de los precios del comercio y las mercancías, los tipos de cambio cada vez más flexibles entre países de mercado emergente se han depreciado frecuentemente de manera significativa en respuesta a evoluciones desfavorables. En varios casos esto ha ayudado a los retrasos cíclicos moderados, a menudo sin disparar aumentos sostenidos en la inflación.

*El cuarto* desarrollo que es llamativo en la década de los noventa ha sido la reducción general en la inflación en el ámbito mundial. No solamente la inflación ha caído a los más bajos niveles en 40 años, como lo mencioné anteriormente, sino que se ha derrumbado más o menos de manera simultánea a través de los países industrializados, y cada vez más también en los países de mercado emergente. Al haberse caído la tasa de inflación promedio, las divergencias entre países también han sido disminuidas.

¿Por qué se da este caso? ¿Será porque los banqueros centrales están respirando el mismo aire y aprueban el mismo paradigma de política antinflacionaria? Esto es probablemente una parte de la explicación, pero también creo que hay fuerzas globales en juego bajo la forma de competencia en aumento, desregulación, muy bajos costos de transporte y la revolución informática, que todos han contribuido al decaimiento de las expectativas en cuanto a la inflación y al alivio de las presiones inflacionarias en el ámbito mundial. El hecho de que la inflación mundial está generalmente débil sin

lugar a duda ayuda a los países individualmente en sus esfuerzos de reducción de la inflación.

Estos desarrollos que considero son algunos de los rasgos destacados de las tendencias económicas globales en la década de los noventa, tienen algunas implicaciones importantes para los excesos en política, especialmente para la transmisión internacional de la política monetaria. Una lección clave es que la integración de mercados de capital implica que las condiciones monetarias en tal o tal país pueden ser afectadas de manera substancial por desarrollos en otra parte.

Déjenme ofrecer un par de ejemplos que tienen relación con la anterior interpretación de evoluciones en los años noventa. En la primera parte de esta década el Asia emergente claramente pareció ser estimulada por el progresivo alivio de las condiciones monetarias en Japón y Europa durante este periodo. Esto no implica, obviamente, que el alivio de la política monetaria en Japón y Europa era un error. El problema era que los excesos a través de mercados de capital no eran tomados suficientemente en cuenta en el establecimiento de políticas en los países de mercado emergente. Con el beneficio de la percepción retrospectiva, es ahora claro que la respuesta debería de haber sido un reforzamiento de las condiciones monetarias y políticas fiscales en esos países y tal vez un aumento de las monedas de esos países a fin de reducir las presiones de demanda excesiva y el riesgo de sobrecalentamiento. Esto no ocurrió, así que sus condiciones monetarias y financieras se tornaron demasiado relajadas. Las consecuencias para los mercados de activos, los compromisos con el exterior de los negociantes del mercado en valores y mercancías, y las fragilidades de los sistemas bancarios son ahora bien conocidas.

¿Ha estado ocurriendo algo parecido en el caso de Estados Unidos durante el último par de años? Como yo lo discutí, creo que Estados Unidos ha sido estimulado por la reorientación de movimientos de capital fuera de los países de mercado emergente y por las continuas condiciones económicas débiles en Japón y hasta cierto grado en Europa. Como resultado de esas afluencias de capital, y los términos de ganancia comercial asociados con precios de importaciones derrumbándose, puede ser discutido de que las condiciones financieras generales en Estados Unidos se tornaron más fáciles de lo intentado y posiblemente demasiado expansivas, inadvertidamente contribuyendo a las continuas carreras a la alza en precios de haberes, particularmente en la bolsa. Es imposible saber con absoluta certeza si el mercado bursátil generosamente evaluado en Estados Unidos constituye una "burbuja" (ilusión)

de precios de activos. Pero yo estoy conmocionado por la creciente preocupación entre varios economistas alrededor del mundo de que esto bien pudiera ser el caso y que la actual expansión de Estados Unidos pudiera finalmente terminar en lágrimas como ha sucedido en tantos otros países en el amanecer de fuertes aumentos que finalmente se comprobó que eran insostenibles.

¿Estamos destinados a experimentar tales fuerzas e inestabilidad macroeconómica potencial también en el futuro? No conozco la respuesta pero es mejor estar preparado. No podemos esperarnos a eliminar los disturbios macroeconómicos que provocan grandes giros en las posiciones cíclicas, en los movimientos de capital, y en los tipos de cambio, pero deberíamos por lo menos evitar agregar más a estos disturbios a través de errores de política. Aquí es donde las políticas económicas, y especialmente las políticas monetarias, que son nuestro estabilizador cíclico primario, están enfrentándose a considerables desafíos. Estos desafíos surgen de la posibilidad o inclusive la verosimilitud de que los indicadores de inflación tradicionales, es decir las medidas de inflación en precios de bienes y servicios, pueden no proveer señales lo suficientemente poco ambiguas, cuando es con muy bajas tasas de inflación, como para permitirle a los responsables de las políticas de depender primaria o exclusivamente de ellos en el sondeo de la amplitud de las presiones potenciales que pueden estar desarrollándose en la economía mientras una expansión económica madura.

Muchos economistas discuten que la política monetaria debería apuntar hacia estabilizar la inflación como se mide tradicionalmente, por ejemplo por evoluciones de precios al consumidor. Sin embargo hay una buena medida de evidencia de que el sobrecalentamiento puede manifestarse inclusive bajo condiciones de estabilidad de precios tal y como se define convencionalmente y esto puede verse en los balances, en precios de activos, o en la forma de fragilidades financieras. Yo también creo que hay una base por lo menos para la hipótesis de que las fuerzas de la globalización en los mercados tanto de bienes como financieros están contribuyendo a amortiguar las presiones sobre precios de bienes y servicios al tiempo que están aumentando el riesgo de que las presiones inflacionarias potenciales aparezcan, en vez de en esos campos, en los mercados de activos. Esto es consistente con el punto de vista de algunos economistas de que el riesgo de “burbujas” (ilusiones) del mercado de activos pudiera ser mayor con bajas tasas de inflación en precios de bienes y servicios. La pregunta surge entonces de que si el blanco de la política monetaria debería ser expandido

para ayudar a estabilizar a los mercados de activos. Déjenme enfatizar inmediatamente el hecho de que yo comparto la preocupación de aquéllos que argumentan que la política monetaria no debería intentar apuntar hacia los precios de activos. Sin embargo, esto no implica que la política monetaria no debería de poner atención a las consecuencias de evoluciones de precios de activos.

Estos asuntos se han vuelto más presionantes a la luz de la integración de los mercados de capital que pueden estar contribuyendo a las divergencias cíclicas a través de los países. Yo ya he mencionado varios aspectos de los procesos que pueden contribuir a las divergencias cíclicas. Por ejemplo, la experiencia de los noventa ha enseñado que los movimientos de capital internacionales tienden a beneficiar a los más dinámicos países y regiones. Al mismo tiempo, las fuerzas competitivas globales ayudan a mantener la inflación en precios de bienes relativamente baja en países con fuertes expansiones económicas. La tendencia para las afluencias de capital de llevar al incremento del tipo de cambio es también un factor que está ayudando a mantener nuestras tradicionales medidas de inflación en verificación, por lo mismo mutando o retrasando las señales de presiones inflacionarias que estamos acostumbrados a controlar. Como resultado, hay un riesgo de que podríamos continuar experimentando inestabilidad macroeconómica con ciclos de auges y derrumbes como ya se vio en el pasado, aún en ausencia de fuertes señales de inflación por parte de nuestros indicadores tradicionales. Para reducir este riesgo, yo creo que las autoridades monetarias necesitan poner más atención a los mercados de activos y a las evoluciones de los balances insostenibles. La implicación es que las tasas de interés probablemente todavía necesiten variar en gran medida sobre el ciclo de los negocios aunque esté relativamente baja la inflación.

\* \*  
\*

Permítanme regresar a las preguntas que formulé en los títulos alternativos de mi presentación. En primer lugar, *una mayor estabilidad del tipo de cambio: ¿Podemos esperar que esto se derive de la estabilidad de precio?* No, por divergencias cíclicas a través de los países, diferencias en las posturas monetarias, y giros asociados en movimientos de capital, probablemente tenemos que contemplar volatilidad significativa continua en los tipos de cambio de las monedas clave. Probablemente algunos países no se sentirían a gusto con este grado de volatilidad, particularmente las economías abiertas más pequeñas. No me sorprendería si vemos más interés en un regreso a la fijeza bajo la forma de uniones

monetarias como lo hemos visto aquí en Europa, bajo la forma de dolarización que es discutida ahora extensivamente en América Latina, o considerando la forma de consejos monetarios que han aguantado las presiones asociadas con las crisis recientes.

La segunda pregunta tiene que ver con el euro. *¿Es el euro débil y debería ser esto una causa de preocupación?* Si uno usa una perspectiva de más largo plazo y mira al valor pasado del euro al usar una medida sintética del tipo de cambio efectivo real basado en los tipos de cambio de las monedas participantes, entonces es evidente que el valor actual del euro no es particularmente débil. Está dentro de la banda de intercambio que ha sido experimentada a través de los últimos diez o doce años. El hecho de que el valor del euro esté hacia la extremidad más débil de esta banda de intercambio parece ser consistente con las diferencias en las posiciones cíclicas, especialmente las relativas a Estados Unidos.

Poner las cosas en perspectiva le da a uno una imagen bastante diferente que evaluar al euro sobre la base del tipo de cambio bilateral respecto al dólar desde el principio de 1999.

La tercera pregunta: *¿Hay un vínculo entre los problemas de desempleo de Europa y la crisis asiática?* Yo pienso que hay un vínculo y tendería a coincidir con el Profesor Streissler, quien arguyó convincentemente que había un vínculo entre el débil desempeño económico de Europa y Japón en los años noventa y las burbujas (ilusiones) de activos

que hemos visto en Asia, y que podríamos estar experimentando ahora en Estados Unidos. De hecho, parece que hay una buena medida de evidencia y de apoyo para la noción de que las políticas de expansión en Europa y Japón se están derramando sobre el resto del mundo, y al tiempo que puede haber una trampa de fluidez en Japón, no había tal problema en otras partes en Asia en la construcción de las crisis recientes, y con certeza no hay problema de trampa de fluidez hoy en día en Estados Unidos. Pero esto no implica que las políticas sean demasiado expansivas en Japón y Europa. El problema es más bien que las políticas económicas en Estados Unidos pudieran no haber sido consideradas suficientemente y dejado un margen –como era el caso en Asia– para los impulsos expansivos provenientes de afluencias de capital y del ambiente externo. Otro problema es que las economías europea y japonesa no están reaccionando con suficiente vigor a las políticas macroeconómicas apropiadamente estimulantes. Es de esta manera que parece haber un vínculo entre los problemas del mercado laboral de Europa y las debilidades estructurales en Japón, por una parte, y los amplios y potencialmente desestabilizadores movimientos de capital que hemos experimentado en los años noventa, por otra parte.

De hecho, mayores esfuerzos para resolver las antiguas deficiencias estructurales de Europa y Japón bien pudiera ser una parte esencial de lo que se requiere para hacer a la economía mundial menos inestable.



# El Eurosistema y la estabilidad financiera\*

Tommaso Padoa-Schioppa

## I. Introducción

El texto de esta ponencia se desarrolla en seis secciones. La segunda contiene nociones generales sobre la estabilidad financiera del eurosistema, palabras que corresponden al título de esta ponencia. La tercera trata del contexto cambiante en el que se está llevando a cabo la búsqueda de la estabilidad financiera en nuestro tiempo, tanto dentro y como fuera de la Unión Europea (UE). La cuarta cubre elementos específicos del escenario europeo y del área del euro. A continuación se presentará brevemente el ángulo político que abarca todo esto, es decir, cuáles son los problemas y las configuraciones dentro de las que los objetivos de las políticas relacionadas con la estabilidad van a tener un seguimiento en el presente conjunto institucional de *Eurolandia*. Finalmente se destacarán los desarrollos a futuro.

## II. Nociones generales

Primero se comentará la noción de la estabilidad financiera. A primera vista parece ser una noción sin problemas y sin complicaciones, pero desde el punto de vista de los formuladores de políticas, la noción de la estabilidad financiera contiene muchos más aspectos problemáticos de los que uno se pueda imaginar.

A menudo hablamos sobre la estabilidad financiera, pero con menos continuidad lo hacemos sobre la estabilidad en otros campos importantes de

la actividad económica. Entonces, debe de haber algo específico sobre la actividad financiera que aumenta las preocupaciones acerca de las políticas públicas. La actividad financiera trata de promesas, confianza, expectativas; todos son factores que pueden ser sujetos de decepción, cambios repentinos o posibles colapsos. Al mismo tiempo, la actividad económica en cualquier economía de mercado está tan fundamentalmente basada en dinero y crédito, que, si disturbios importantes obstruyen la habilidad del sistema financiero para completar de forma efectiva sus funciones básicas, todo el sistema económico queda afectado.

Al tratar asuntos de estabilidad, otros aspectos se vuelven problemáticos también: ¿cuáles son las fronteras relevantes del sistema financiero? Claramente los bancos deberán ser incluidos como un componente fundamental, pero otras instituciones financieras también son muy importantes. Los mercados financieros, que en un amplio sentido, se supone que engloban a los mercados de divisas – también deberán ser incluidos junto con la tecnología y la infraestructura que apoyan las transacciones del mercado.

El tratado de la Unión Europea, o “Tratado de Maastricht” explícitamente menciona “supervisión prudente y estabilidad financiera”. La noción anterior es más amplia y trata de la supervisión prudente solamente como una herramienta fundamental dentro de un conjunto global de funciones de política, con el objetivo de lograr estabilidad financiera. Esto nos lleva a otro aspecto problemático, referido al hecho de que los vínculos entre los aspectos macroeconómicos y microeconómicos son particularmente complejos y a veces difíciles de detectar. Todos los supervisores de los bancos se refieren crucialmente a lo que se llama “estabilidad sistémica”. Este objetivo lo buscan a través de herramientas de la microeconomía, enfocada a las

\* Traduce el CEMLA, con la debida autorización, la ponencia de T. Padoa-Schioppa, miembro ejecutivo, del Banco Central Europeo, con el nombre *The Eurosystem and financial stability*, presentada en el Foro Financiero Belga, en Bruselas, el 10 de febrero de 2000.

actividades de toma de riesgos de las instituciones individuales. Pero aún si uno observa cualquier episodio importante de la inestabilidad financiera o de cualquier amenaza sistémica, uno puede observar que los factores macroeconómicos estuvieron involucrados en determinar o amplificar los problemas, por ejemplo, el colapso de las sociedades de ahorro y préstamo de Estados Unidos, los problemas del sistema bancario japonés y la crisis de los bancos escandinavos, están entre los ejemplos más relevantes de los últimos 20 años. En todos estos episodios el problema no yacía en una sola institución sino en todo un sector de la industria, o en toda la industria y en todas las ocasiones tenía una dimensión macroeconómica. Además de esto, en Italia durante los noventa la mayoría de los bancos en las regiones del sur se toparon con dificultades que ampliamente reflejaban la crítica situación macroeconómica en esa parte del país: la economía no estaba creciendo, la recesión había durado mucho más que en cualquier otro país o región, y la calidad de las carteras de los bancos locales quedaron profundamente afectadas. Cuando el valor de los bienes pasa por un largo y prolongado trecho de descenso, muy frecuentemente existe una causa general.

Esta situación se vuelve más intrincada cuando consideramos la forma en que se puede lograr una mejor estabilidad financiera. Sabemos que es el riesgo el que afecta la estabilidad, pero al mismo tiempo también sabemos que la toma de riesgos es un aspecto esencial en la administración de los bancos y del financiamiento. Los intentos de eliminar el riesgo, por ejemplo, a través de una protección total por parte de las autoridades públicas, suprimirían la verdadera función del sistema financiero e impactarían severamente contra los cimientos del sistema económico por completo. Así que tenemos que concebir instrumentos capaces de lidiar con algo que es a la vez necesario y peligroso.

En este aspecto la tarea más difícil es la de trazar una línea entre los riesgos potenciales y actuales que amenacen la estabilidad de las instituciones individuales o de segmentos limitados del mercado financiero, por un lado y por otro un verdadero riesgo sistémico. Aunque a fin de cuentas el punto real de nuestra preocupación es el segundo, usualmente, al buscar la estabilidad financiera, y particularmente, al conducir la supervisión bancaria, se pone más esfuerzo en el monitoreo de instituciones individuales y en el cumplimiento de tareas preventivas contra la inestabilidad funcional local, que en el combate a las amenazas "sistémicas".

Al tratar con todos estos temas relativamente no resueltos hay tres puntos que necesitan ser enfatizados. Primero los bancos ocupan un lugar espe-

cial dentro del sector financiero. Aun a través de mayores innovaciones y cambios estructurales que están alterando el modo en el que manejan sus negocios y el conjunto de intermediarios con quienes compiten, los bancos continúan siendo especiales y forman el núcleo del sistema financiero. En segundo, es crucial el preservar la confianza en la estabilidad del sistema financiero, aunque otra vez lo que es relevante es la confianza *en el sistema*, no necesariamente la confianza en cada institución individual. Todo mundo concuerda que las medidas prudentes y el control son esenciales para reforzar la confianza en la seguridad y la salud del sistema financiero. Finalmente, en tercer lugar, las quiebras son necesarias. Una industria en donde la libertad de entrar al mercado no es acompañada de mecanismos efectivos para salirse del mercado, no es una industria sana.

Las fallas o quiebras no son un fenómeno maligno y los supervisores no deben ser culpados por dejar que los bancos quiebren, así como no deben ser elogiados por no tener fallas dentro de su jurisdicción.

Ahora permítanme ir a la otra parte del título llamado "Eurosistema". El término Eurosistema no puede encontrarse en el Tratado. Se puede describir al banco central del euro tal como el Sistema Federal de Reserva es el banco central del dólar americano. Consiste de doce bancos centrales, los once bancos centrales nacionales de los países participantes en la tercera etapa de la Unión monetaria Europea y el Banco Central Europeo (BCE).

Tanto fuera como dentro de los círculos monetarios, el debate sobre la estabilidad financiera y el eurosistema gira, entre otras cosas, entorno a la pregunta de que debe de hacerse en la búsqueda de una estabilidad financiera en el ámbito nacional, por oposición al nivel del eurosistema. Al dirigirnos a este tema es muy importante distinguir entre dos diferentes nociones; la subsidiariedad y la descentralización. Existe constantemente una confusión entre estos dos principios, por que ambos están involucrados en la distribución de funciones entre el nivel europeo y el nacional. *La subsidiariedad* se refiere a la decisión sobre que áreas de competencia se pueden dejar eficientemente en el ámbito estatal y que otras funciones deberán ser asignadas a nivel "federal". La opción entre la *centralización* y la *descentralización* trata de encontrar el mejor modo en el que se puede organizar el cumplimiento operacional de una competencia, que ha sido confiada al nivel "federal". Por lo tanto el principio de subsidiariedad se aplica al decidir si el área de competencia de la política monetaria u otros aspectos de banca central, deberían trasladarse del nivel estatal al nivel europeo. El Tratado

contempla que el principio de descentralización debe aplicarse, en la medida de lo posible, en el ejercicio e implementación de este ámbito europeo. Esto significa que muy a menudo el ámbito federal puede implementarse o ejecutarse en la “periferia” en decir por bancos centrales nacionales (BCN).

La distinción es conceptualmente importante y difícil de entender, ya que los BCN son (y esto es muy importante en el campo de la estabilidad financiera y de la supervisión bancaria) instituciones “duales”, pues por una parte son un componente de una institución europea y, al mismo tiempo, una institución nacional. Literalmente tienen una naturaleza compuesta. Por ejemplo, como supervisoras son instituciones totalmente nacionales, toman decisiones autónomas y están totalmente sujetas a cuerpos nacionales; pero en el campo de la política monetaria participan en la implementación de decisiones que se toman para toda el área euro y en ese aspecto, actúan como parte del Eurosistema. En el primer caso se aplica la subsidiariedad, y en el segundo la descentralización opera.

Finalmente, al hablar sobre la estabilidad financiera y sobre el eurosistema, uno debe tener en mente que la banca central tiene tres componentes mayores. La política monetaria, el sistema de pagos y la estabilidad de los bancos. Ningún banco central en el mundo puede darle la espalda a estas tres funciones. De hecho lo que ahora se considera por la mayoría como la función principal, es decir política monetaria, históricamente llegó relativamente tarde y no es este el origen de los modernos bancos centrales. El origen de los bancos centrales modernos yace en el sistema de pagos y puede rastrearse hasta la transición desde un banco comercial hasta un papel moneda. Desde una perspectiva histórica, la segunda función es la búsqueda de la estabilidad bancaria. Apareció como resultado de un desarrollo futuro, cuando la suma de dinero estaba tomando cada vez más la forma de “pasivos” de los bancos comerciales en vez de billetes emitidos por el banco central. Esto hizo necesario el asegurarse de la calidad del dinero bancario comercial, así que la atención tenía que ser enfocada a la calidad de los “activos” de los bancos y en la estabilidad bancaria. Estas dos funciones de los bancos centrales sufrieron cambios fundamentales al principio del siglo XX. La política monetaria vino después; y me parece que este aspecto deberá de tenerse en mente al estudiar la estabilidad financiera y el Eurosistema.

### III. El contexto cambiante

Al discutir el contexto cambiante en el que se busca la estabilidad financiera hoy en día, primero anali-

zaré los elementos que afectan a las instituciones financieras y a los mercados globalmente. Existen cuatro grandes transiciones que aún no han sido contempladas y las consecuencias totales no siempre se pueden prever; la transición de los bancos a lo financiero, la transición de finanzas nacionales a internacionales, la transición de procesos de uso intensivo de papel a los de información tecnológica, y, por último, la transición en las políticas públicas de métodos impuestos a otros que propician el mercado. Ninguna de estas transiciones se había iniciado de manera significativa hace tres o cuatro décadas.

En Europa continental la actividad financiera se basaba fundamentalmente en bancos, que jugaban un papel dominante en la canalización del ahorro hacia la inversión. En Estados Unidos y en el Reino Unido los mercados financieros estaban mucho más desarrollados, pero aún así los bancos eran considerados un pilar del sistema financiero. Lo anterior, ya no es el caso hoy en día. Una parte importante de los flujos financieros están actualmente canalizados a través del mercado, una creciente proporción de las actividades financieras se llevan a cabo en instituciones no bancarias. La frontera entre las tres ramas tradicionales del sector financiero –bancos, seguros y valores– se vuelve cada vez más difusa.

La segunda tendencia es el cambio de finanzas nacionales a finanzas internacionales. El sistema de Bretton Woods fue construido basándose en la idea de que los flujos de capital privado entre países no deberían de ser estimulados; que estos flujos deberían de consistir primordialmente en transacciones gubernamentales y que éstas deberían ser por montos limitados. Hubo así casi un estímulo implícito para fijar restricciones al financiamiento internacional. Este fue el caso en los años cincuenta y sesenta. Al final de los años setenta, las dos funciones clave que el sistema de Bretton Woods había confiado principalmente a las instituciones gubernamentales –fijar los tipos de cambio y controlar los flujos de capital– habían sido absorbidos por los mercados. La internacionalización de las actividades financieras complica el cumplimiento de los objetivos de supervisión; en un ambiente financiero internacional la moneda usada para las transacciones, el sistema legal, en el que se puede obtener apoyo en caso de tener que resolver disputas, así como la práctica de controles prudenciales, pueden pertenecer a diferentes países o a diferentes jurisdicciones. El uso de los instrumentos creados para lograr los objetivos de las políticas públicas se complica inmediatamente con estos cambios.

La transición de pagos basados en papel a pagos electrónicos tiene un número de implicaciones que apenas estamos empezando a entender. Entre otras cosas, significa una transición al financia-

miento en tiempo real y a una situación en la cual la otra parte que interviene en la transacción es muchas veces desconocida. En un sentido esto hace casi imposible regular y monitorear el proceso a través de acuerdos tradicionales. El mercado más grande en el mundo, es decir, el mercado de divisas es ya un mercado que no existe en un lugar específico. Sería imposible regular este mercado simplemente porque no tiene dirección, no hay una organización que lo dirija, y tampoco hay una membresía del mercado. Hace unos años, un mercado tal ya existía y los tipos de cambio eran fijos. Este cambio en la tecnología está también produciendo inmensas economías de escala y, consecuentemente, está dando un enorme empujón hacia una consolidación industrial.

Finalmente está la transición de métodos impuestos a instrumentos que propician el mercado en las políticas públicas. Esto se ha llevado a cabo de un modo gradual. Por un largo tiempo, la supervisión estuvo principalmente basada en la autorización, y podía quedar prohibida en grandes áreas discrecionales. Los bancos tenían que pedir permiso para otorgar un préstamo particular o para abrir alguna sucursal. Este esquema de supervisión fue olvidado después de la crisis bancaria de los años treinta y fue dirigido a lograr estabilidad mediante limitaciones a la competencia y la reducción de oportunidades para hacer negocios y asumir riesgos acordes al criterio del mercado. Las cosas han cambiado gradualmente. Hoy el mercado es visto como un mecanismo que por sí mismo contribuye a la estabilidad financiera. Un cambio en ideas ha llevado significativamente a impulsar este cambio de énfasis en los controles de la supervisión. Sin embargo, la habilidad que tienen los participantes en el mercado para eludir prohibiciones y controles estrictos al irse al terreno internacional mediante el uso de nuevas tecnologías, o mediante la reducción del periodo de operaciones y al actuar con bastante libertad entre dos periodos de rendición de informes, fue un factor importante y tal vez predominante. La transición fue forzada por eventos más que por un cambio de ideas.

#### **IV. La especificidad europea**

Todas estas cuatro tendencias tienen un alcance global. En el contexto cambiante en el cual el Eurosistema busca la estabilidad financiera hay sin embargo algunos factores específicos europeos. En Europa hay dos factores principales en operación. El mercado único y la moneda única. Son 2 elementos separados que como todos sabemos tampoco coinciden geográficamente. El mercado único

ya ha producido probablemente en una gran dimensión los efectos que se plantearon en el proyecto original. Desde la segunda mitad de los ochenta en adelante, el sistema bancario y financiero ha pasado por un proceso masivo de cambios legislativos y de reorganización con miras a un mercado único. Toda la legislación, fundamentalmente la relacionada a la actividad financiera, ha sido replanteada en Bruselas y luego transpuesta a legislación nacional.

Lo que es realmente nuevo es la introducción de una moneda única. Solamente ahora nos podemos percatar de que tan efectiva era la existencia de diferentes monedas para preservar la segmentación en el mercado único en lo que se refiere los servicios bancarios y financieros, aún a pesar de toda la armonización de reglas y del levantamiento de barreras regulatorias para la entrada a los mercados nacionales. Básicamente, aun con un solo banco, las actividades eran segmentadas por moneda. Los centros financieros se especializaron en productos financieros denominados en su moneda nacional. La introducción del euro está dando pie a un enorme cambio en la industria debido a que están desapareciendo las fronteras entre monedas. En muchos campos el mercado estaba casi unificado el 4 de enero del año pasado. En el mercado de dinero una sola tasa de interés apareció durante la tarde de aquel día. La unificación del mercado de bonos está avanzando más despacio y el mercado de acciones necesitará aun más tiempo. Para muchos de estos instrumentos, el unificar el mercado, sin unificar su infraestructura, es decir la plataforma de comercio o los sistemas de compensación de valores, es casi imposible. El impacto del euro, claro que afecta a los bancos directamente en una variedad de formas. Si vemos a los bancos como una empresa de multiproductos nos damos cuenta que algunos servicios que proveen ya han sido completamente transformados hacia las actividades dentro del área del euro, mientras que otras áreas de la actividad comercial quizá nunca se expandan más allá de las fronteras nacionales. El mercado para los servicios financieros corporativos, por ejemplo, asesoría financiera y apoyo para fusiones y uniones a gran escala ya cubre toda el área del euro. Si una empresa grande decide hacer una gran inversión, puede escoger entre un número limitado de bancos inversionistas activos en los mercados internacionales. El mercado para el banco al menudeo seguirá siendo nacional, regional o inclusive subregional en muchos aspectos.

¿Puede decirse que mientras no existan fusiones a través de las fronteras no habrá grandes bancos en el área euro? Creo que la respuesta a esta pregunta es negativa. Tenemos un mercado único de

automóviles en Europa, aunque ninguna sola fusión a través de fronteras se ha efectuado en décadas. A fin de evaluar la expansión de las instituciones bancarias a lo largo del área, la composición de los balances es mucho más relevante. Probablemente ya podemos identificar un limitado número de bancos que sin importar la extensión de su cadena de sucursales y de su estructura administrativa, pueden realmente ser definidas como instituciones del área del euro. Al mismo tiempo un gran número de bancos en Europa sigue teniendo una base "local" en lo que se refiere a la distribución de contrapartes. Más aún el término "local", a menudo, no significa ni siquiera nacional sino regional o provincial. En Italia y Alemania, por ejemplo, hay más de media docena de bancos operando a escala nacional, con una parte de mercado agregado que probablemente sume menos del 30% del mercado doméstico. Todos los otros bancos son locales.

¿ Se puede decir que con la introducción del euro ya no habrá segmentación en el mercado financiero? Aquí también la respuesta es no, todavía están presentes factores importantes de segmentación. Por ejemplo, las reglas y prácticas que controlan la operación del mercado laboral son un obstáculo significativo para una futura consolidación y reestructuración en el sector bancario y pueden contribuir a mantener algún grado de segmentación. El acercamiento hacia los clientes es un elemento crucial en la industria de los servicios. Si los bancos están obligados a adoptar contratos nacionales, se limita mucho la posibilidad de alterar significativamente las características de servicio ofrecido. El *Deutsche Bank* no puede aplicar los contratos laborales que usa en Alemania en las sucursales italianas ni españolas. El desempeño de mecanismos competitivos para formar un mercado individual, puede ser afectado considerablemente. La segmentación también podría ser inducida por otras diferencias restantes entre la regulación nacional y la legislación de los Estados Miembros. Esto es verdad no sólo para cuestiones de supervisión, sino también para la legislación sobre quiebras bancarias o para las leyes de las compañías, ya que ambas tienen una influencia sustancial sobre actividades de préstamo. Finalmente aún si esas barreras desaparecieran habría barreras culturales y lingüísticas. Aún en las más amplias hipótesis, el desajuste de la industria es poco probable que ocurra del mismo modo que en los Estados Unidos.

## V. El lado de la política

Regresemos al lado político, es decir, a la búsqueda del interés público en la actividad financiera. Las

autoridades tienen que lidiar con un número de retos. Su misión es aun más difícil en Europa donde la introducción del euro y las tendencias específicas que están afectando a la industria financiera, están creando una presión extra para el cambio. Una variedad de intereses públicos está en juego. Además de la búsqueda de la meta de la estabilidad financiera, existe un interés público en preservar o estimular la competencia, así como también en asegurar transparencia y reglas correctas de conducta entre la contraparte y los inversionistas. Estos tres tipos de interés público son generalmente asignados a diferentes autoridades. La estabilidad es normalmente asignada a un supervisor que puede ser un banco central o alguna autoridad por separado: la política de competencia es normalmente asignada a una autoridad especial, ya sea, nacional o europea: los códigos de transparencia y reglas de conducta están normalmente asignados a comisiones de valores y de divisas.

En alguna medida es eficiente separar estas asignaciones porque algunos de estos objetivos pueden entrar ocasionalmente en conflicto. Históricamente, los supervisores de bancos han sido los más directos al promover la competencia y la transparencia en la industria bancaria, debido a que la competencia puede generar víctimas. Al final de los sesenta el instinto de un supervisor de bancos era el de trabajar para resolver los problemas en instituciones antes de que el público y el mercado notaran tal problema. A grandes rasgos este enfoque tenía algunas ventajas, pero no sería adecuado para el día de hoy. Esto puede implicar que hoy en día hay menos campo para los conflictos. La máxima transparencia está llamada a ser deseable para los supervisores, la menos imposición es el argumento para las agencias por separado.

La introducción del euro no ha alterado las preexistentes estructuras institucionales para la prudente supervisión. Diferentes acuerdos nacionales prevalecen en los estados miembros: tres segmentos fundamentales de la industria financiera (bancos, seguros y valores) siguen regulados y supervisados por agencias separadas en algunos países, mientras que en otros países una sola agencia ha sido asignada con responsabilidades que cubren todo el rango de instituciones y mercados. Después del movimiento hacia un tipo conglomerado de agencia en el Reino Unido, está ahora algo de moda el pensar que esto pueda ser la forma correcta. Aunque la fórmula todavía no se ha probado.

En el campo de la supervisión de bancos hay que tomar en cuenta la entrada en escena del Eu-

rosistema. De hecho en el Comité Delors, que fue quien proporcionó el plan para la Unión Monetaria Europea (UME), hubo largas discusiones acerca de si la supervisión bancaria debería ser incluida o no, entre las actividades asignadas a lo que se llamó el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC). Se decidió asignar al SEBC el trabajo de la supervisión y como resultado se introdujo una separación doble a la cadena institucional: En primer lugar una separación funcional: un banco central y una superintendencia de bancos y en segundo lugar una separación geográfica entre la jurisdicción del banco central (que es el área del euro) y la jurisdicción de la superintendencia de bancos (que está destinada a las instituciones domésticas del sistema).

El primer tipo de separación no es desconocido, aunque no es el acercamiento que prevalece en los once países participantes en la UME. Más de la mitad de los once bancos centrales tienen responsabilidades de supervisión en sus respectivos países, mientras que las funciones están separadas en los otros países. Es imposible decir si alguna de las dos soluciones es superior. La supervisión de los bancos ha funcionado en cada uno de los dos sistemas, mientras que ha habido algunos incidentes desagradables en ambos sistemas. Lo que es nuevo es el segundo tipo de separación: la separación geográfica. De hecho no hay hoy ningún otro ejemplo de un área de una sola moneda donde la supervisión bancaria no se lleve a cabo a todo lo largo y ancho del área. En el pasado, la excepción era el sistema alemán donde durante los años cincuenta el grupo supervisor era asignado al "Länder" aunque, este sistema fue abandonado rápidamente y la supervisión fue transferida en el ámbito federal, aunque no en su totalidad al *Deutsche Bundesbank* (Banco Central Alemán).

Así pues, los rasgos originales del marco institucional para la estabilidad financiera en el área del euro constituyen un reto especial, ya que todos los mecanismos para el buen funcionamiento del nuevo sistema deben de estar en su lugar, y no hay experiencia previa que pueda servir de guía o de ejemplo.

## VI. El camino hacia adelante

El grupo de vigilancia del FMI y del BCE (Banco Central Europeo) que se ha establecido en el Centro de Investigación de Políticas Económicas, ha planteado algunas dudas sobre la efectividad de los acuerdos sobre una supervisión prudencial y una estabilidad financiera en el Eurosistema.

La mayoría de las críticas se ha relacionado con

la función de prestamista de última instancia. Esto no es una sorpresa ya que la oferta de liquidez en caso de emergencia se encuentra precisamente en la intersección de las tres funciones de la banca central. Se relaciona con la política monetaria porque crea liquidez; involucra al sistema de pagos porque la mayor parte del tiempo la liquidez de emergencia se necesita para cerrar el proceso de pagos y finalmente se relaciona con la supervisión de bancos puesto que requiere asesoría sobre la solvencia de la institución dañada. De algún modo este es un caso clásico en el cual la intervención del banco central se necesita para asegurar la estabilidad bancaria. Dada la separación geográfica que acabo de mencionar el tema naturalmente surgió del nivel en que esta función se desarrollaría, si fuera necesario.

La crítica se usó para sembrar dudas sobre qué tan adecuados fueron los acuerdos institucionales en el Eurosistema. Mantengo el punto de vista de que la legislación europea, incluyendo el Tratado y las directivas relevantes, no están ni incompletos, ni son contradictorios. En cada banco el supervisor está determinado; cada banco está bajo licencia en cada país, y cada país sede tiene un supervisor local bien definido. La cooperación entre los supervisores se proporciona por un importante grupo de directrices. Un completo marco de acción para los bancos centrales se fija en el Tratado y en el Estatuto del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo (el Estatuto del SEBC). El Consejo de Gobierno del Eurosistema trata específicamente del problema de la "asistencia de liquidez de emergencia" en la primera mitad de 1999. Los vínculos necesarios entre las responsabilidades de los bancos centrales nacionales para la asistencia de liquidez de emergencia y del posible impacto de tales operaciones en el manejo de la liquidez en el área del euro han sido establecidos.

El sistema tiene sus propias características específicas, pero la originalidad de su diseño no significa que sea ni incompleto ni inmanejable. Es muy necesario el hacer este trabajo de creación institucional en un modo apropiado para adaptarse a esta nueva y cambiante situación dentro del mercado. Primero una separación funcional da pie a una cooperación extensa entre los supervisores de bancos, ya que los desarrollos que se están llevando a cabo en la industria, cada vez tienen más una dimensión de gran área. Segundo, el eurosistema necesita fortalecer sus instrumentos para monitorear los desarrollos relevantes en la industria bancaria, como es el caso de cualquier banco central; aún cuando no este a cargo de la supervisión bancaria.

Estos son entonces las dos rutas de acción que tendrán que ser estimuladas en los años venideros, en línea con la evolución del sistema bancario europeo. Esto es perfectamente apropiado dentro

de la estructura legal existente. Tomará años dado que todo el proceso acaba de dar comienzo. Pero no existe otro modo más fácil de ir hacia adelante.

# Política cambiaria en un proceso de ajuste ordenado\*

Leonardo Villar Gómez

## I. Introducción

El debate público sobre la política cambiaria de Colombia en el período reciente se oscurece con frecuencia por comentarios superficiales que impiden ver con pragmatismo las disyuntivas que enfrentan las autoridades en este frente. Para algunos analistas de la coyuntura colombiana, el esquema de banda cambiaria que mantuvo el Banco de la República durante varios años se identifica virtualmente con el demonio causante de todos los males de la economía. Para ellos, la banda cambiaria fue la culpable de las altas tasas de interés, de la recesión y del desempleo, mientras la crisis financiera internacional y los propios desajustes macroeconómicos internos y externos tuvieron un papel apenas marginal en la explicación de esos fenómenos. El propósito de este corto artículo es tratar de desvirtuar algunas de esas interpretaciones y resaltar varios aspectos positivos de la política cambiaria que se ha adelantado en los últimos años.

El pasado 25 de septiembre, la Junta Directiva del Banco de la República decidió eliminar la banda cambiaria y permitir la libre flotación del peso, coincidiendo con el anuncio de las bases de un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI), en el que se establece un programa de ajuste macroeconómico para los próximos tres años. Los resultados de esa decisión han sido positivos. Con posterioridad a ella, el tipo de cambio nominal ha tenido una notable estabilidad y las tasas de interés han podido continuar el proceso de descenso que en términos generales venían manifestando desde finales de 1998. Así, a diferencia de otros países en

los que el tránsito a un régimen de tasa de cambio libre se caracterizó por devaluaciones abruptas y aumentos muy fuertes en las tasas de interés, en Colombia ese tránsito se logró de una manera ordenada y exenta de traumatismos.

Paradójicamente, los resultados exitosos de la decisión de liberar el tipo de cambio en septiembre de 1999 han generado un intenso debate en contra del Banco de la República, en el que se acusa a esta entidad por no haberla adoptado con anterioridad. Personalmente estoy convencido de que el éxito de la decisión de eliminar la banda cambiaria fue posible, precisamente, por la flexibilidad que se tuvo en el manejo de esa banda en el período anterior y por la coincidencia de su desmonte con el anuncio de un programa macroeconómico consistente, que fortaleció de manera fundamental la credibilidad nacional e internacional en la política económica colombiana, en la medida en que recibió el apoyo explícito del FMI y de otros organismos multilaterales de crédito como el Banco Mundial, el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR).

El artículo se divide en dos partes. En la primera, se describen las principales características del régimen de bandas cambiarias, tal como ese régimen fue aplicado en Colombia en el período reciente. En la segunda, se resumen las consideraciones que tuvo el autor para apoyar, en el seno de la Junta, la decisión de eliminar la banda cambiaria el pasado 25 de septiembre.

## II. Características del régimen colombiano de bandas cambiarias

### 1) Flexibilidad

El primer punto que debe resaltarse sobre el régimen de bandas cambiarias que utilizó Colom-

\* El CEMLA publica, con la debida autorización, el artículo de L. Villar Gómez, co-director, del Banco de la República, de Colombia. Las opiniones expresadas aquí son de responsabilidad exclusiva del autor y no comprometen a la Junta Directiva del Banco. Una versión de este texto se publicó en *Revista del Banco de la República*, vol. 72, n° 864, octubre de 1999, pp. 53-65.



bia en los últimos años es que el comportamiento del tipo de cambio tuvo un alto grado de flexibilidad para responder a las fuerzas de oferta y demanda en el mercado de divisas.

La banda cambiaria vigente entre febrero de 1994 y el pasado mes de junio tenía una amplitud de 14 puntos porcentuales y la que rigió entre julio y septiembre del presente año tuvo una amplitud de 20 puntos porcentuales. Esto significa que, dentro de ese amplio rango, el tipo de cambio era determinada en lo fundamental por el mercado y el esquema cambiario colombiano se podía caracterizar como un régimen de tasa de cambio libre. A diferencia de otros países, el Banco de la República sólo intervenía en el interior de la banda para moderar la magnitud de las fluctuaciones y evitar de esa manera una volatilidad extrema en el muy corto plazo. Las intervenciones del Banco no se encontraban encaminadas a ubicar el tipo de cambio en una u otra posición específica dentro de la banda, lo cual dependía exclusivamente de las fuerzas del mercado.

Más importante aún, cuando se presentaron alteraciones profundas y sustanciales en las condiciones fundamentales de la economía, de tal forma que se hizo evidente que el tipo de cambio de equilibrio de mediano y largo plazo se había modificado, el Banco procedió a ajustar la banda. Esto se hizo en diciembre de 1994, cuando la banda se desplazó hacia abajo como consecuencia del incremento en los flujos externos de capitales de largo plazo y de las perspectivas que en ese momento existían de ingresos de divisas por la explotación de los yacimientos petrolíferos de Cusiana y Cupiagua. Más recientemente, en septiembre de 1998 y en junio del presente año, la banda se desplazó hacia arriba como respuesta a la drástica caída de los términos de intercambio para Colombia, la fuerte reducción en la demanda de nuestros productos en los países vecinos, el deterioro sustancial en las condiciones de acceso a recursos financieros internacionales y a una clara reducción en el gasto agregado en la economía, tanto público como privado. En estas condiciones, era evidente que el tipo de cambio de equilibrio de mediano y largo plazo había aumentado y que una mayor flexibilidad al alza del tipo de cambio podía ayudar en la recuperación del equilibrio macroeconómico.

## 2) *El tipo de cambio no se usó como ancla antinflacionaria*

La política antinflacionaria que ha adoptado desde hace varios años el Banco de la República se sustenta fundamentalmente en el control de los agregados monetarios. En el diseño de esa política,

el tipo de cambio *no* cumple el papel de ancla o de punto de referencia para la fijación del nivel general de precios, como sucede en otras economías. En esto, la política de Colombia se distingue claramente de la de países como Brasil, cuya política antinflacionaria, hasta comienzos del presente año, estaba claramente sustentada en una tasa de cambio nominal virtualmente estable. Por esa misma razón, la banda cambiaria de Brasil era mucho más estrecha que la colombiana y podía conducir a procesos de evidente sobrevaluación real de la moneda doméstica.

## 3) *Notable recuperación del tipo de cambio real*

La flexibilidad de la política cambiaria colombiana en un ambiente de reducción acelerada de la inflación y el hecho de que ella no haya sido el eje de la política antinflacionaria permitieron un notable incremento en el tipo de cambio real en los últimos años, con el cual se aumentó la competitividad de la producción nacional frente a la del resto del mundo.

Lo anterior se aprecia claramente en los distintos indicadores que existen sobre la evolución del tipo de cambio real. En el cuadro 1 se presentan varios de los indicadores más conocidos. El índice que divulga normalmente el Banco de la República se construye con base en índices de precios del productor y una canasta de monedas de los 20 principales socios comerciales de Colombia. De acuerdo con este indicador, la devaluación real desde el primer semestre de 1997 hasta septiembre del presente año fue de 30.7%, llevando el índice de un nivel de 90.38 a uno de 118.11, con base 1994 = 100. Esto permitió revertir totalmente la revaluación de los años precedentes. Lo anterior se dio a pesar del fortalecimiento del dólar frente a otras monedas, el cual explica que el incremento en el tipo de cambio real bilateral del peso frente al dólar haya sido aún más notorio, alcanzando un 31.5% en el mismo lapso.

Con razones que personalmente comparto, Analdex ha insistido desde hace varios años en que el índice del tipo de cambio real construido con base en los índices de precios al consumidor tiene ventajas sobre el que usa como referencia los índices de precios del productor. Pues bien, lo cierto es que la devaluación real del período reciente calculada con IPC ha sido aún mayor que la que se calcula con IPP. Para el índice ponderado frente a 20 socios comerciales, la devaluación real así medida alcanza un 39.8% entre el primer semestre de 1997 y septiembre de 1999 y para el índice bilateral frente al dólar supera el 40% en el mismo período.

Cuadro 1

COLOMBIA: TIPO DE CAMBIO REAL (PROMEDIOS GEOMÉTRICOS SEMESTRALES), 1993-99

Fecha	Ponderado 20 países <sup>a</sup>		Bilateral con EUA	
	IPP	IPC	IPP	IPC
1993				
I	106.84	114.13	109.50	115.17
II	108.08	111.66	110.36	112.59
1994				
I	101.64	102.23	103.50	103.22
II	98.39	97.82	96.62	96.88
1995				
I	98.93	96.24	94.09	91.78
II	105.33	102.27	99.32	95.76
1996				
I	102.13	96.08	100.70	94.99
II	95.77	88.07	94.82	86.92
1997				
I	90.38	83.98	90.16	83.22
II	96.32	90.77	95.80	89.11
1998				
I	96.04	92.39	94.77	90.38
II	100.86	96.73	98.57	94.11
1999				
I	101.63	97.31	100.68	95.92
Jul.	110.84	107.67	112.17	107.95
Ago.	113.90	111.91	114.09	111.08
Sep.	118.11	117.44	118.59	116.77

NOTA: base, 1994 = 100.

<sup>a</sup> Ponderaciones de comercio global no tradicional.

De esta manera, el ajuste del tipo de cambio real que se hizo a lo largo de los dos últimos años es quizás el más fuerte que se haya realizado en la historia económica reciente de Colombia. Ese ajuste supera ampliamente al que se observó en 1984 y 1985, cuando se crearon las condiciones para el crecimiento económico sostenido que tuvo este país en la segunda mitad de la década de los ochenta y la primera mitad de los años noventa. Más destacable aún, el gigantesco ajuste cambiario que se hizo entre 1997 y 1999 fue posible en un contexto de reducción sostenida de la inflación, la cual ha vuelto a niveles cercanos al 10% después de casi tres décadas en las que persistentemente rondaba cifras entre 20 y 30% anual.

Unida a una drástica contracción de la demanda doméstica, la corrección del tipo de cambio real del período reciente ha permitido un ajuste acelerado en la cuenta corriente de la balanza de pagos. De un déficit que superaba el 5.7% del PIB en 1998 se

ha bajado a uno que se estima inferior a 1.5% del PIB en 1999, lo cual es particularmente significativo cuando se tiene en cuenta que en este año el valor de las exportaciones de café sigue afectado por niveles de precios históricamente bajos y que las exportaciones no tradicionales se han visto reducidas por la grave crisis económica de los países de la región.

#### 4) Proceso de ajuste ordenado

No obstante su flexibilidad, los límites que imponía la banda cambiaria permitían un proceso de ajuste ordenado frente a cambios en las circunstancias macroeconómicas internas y externas.

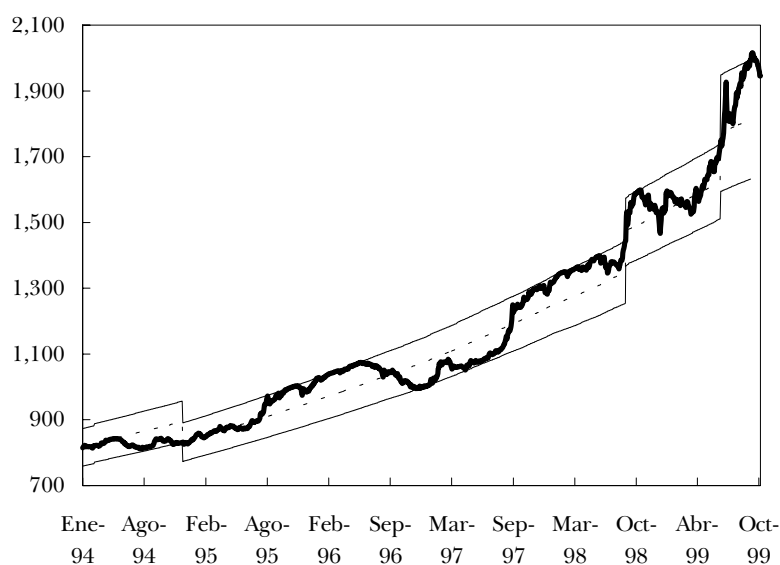
De hecho, la justificación básica para una política de banda cambiaria, *vis-a-vis* la alternativa de un tipo de cambio perfectamente libre, reside en el peligro de que un esquema de flexibilidad total conduzca a procesos de “overshooting” o sobreajuste en el tipo de cambio.

Tanto la teoría económica como muchos análisis empíricos sobre economías en las que existen flujos internacionales de capital han identificado que si el mercado cambiario se deja funcionar en forma totalmente libre, el juego de la oferta y la demanda de divisas puede conducir a que el tipo de cambio se aleje temporalmente de sus niveles de equilibrio de mediano y largo plazo, en lugar de acercarse a ellos. Los argumentos para que esto sea así son de diferente tipo. En ocasiones, el sobreajuste del tipo de cambio se puede presentar como consecuencia de las expectativas de mayor devaluación que genera el propio proceso de devaluación en un mundo en que los agentes económicos reaccionan con rezago a la información que reciben. En el ámbito teórico, sin embargo, se ha demostrado que un proceso de “overshooting” cambiario ante alteraciones en el entorno macroeconómico puede generarse incluso si se supone que todos los agentes económicos son perfectamente racionales o aun si son capaces de anticipar plenamente el futuro.<sup>1</sup>

Varias experiencias recientes en países de América Latina ilustran la existencia de procesos de sobreajuste cambiario. Un caso muy destacado es el de Brasil, después del abandono de la banda cambiaria en enero del presente año. La devaluación observada en unas pocas semanas en ese país se acercó al 100% pese a que unos meses más tarde el

<sup>1</sup> Véanse en particular los artículos clásicos de R. Dornbusch, “Expectations and Exchange Rate Dynamics”, *Journal of Political Economy*, 1976; J. R. Frenkel y C. A. Rodríguez, “Exchange Rate Dynamics and the overshooting hypothesis”, *IMF Staff Papers*, 1982; y M. Obstfeld y K. Rogoff, “Exchange Rate Dynamics with sluggish prices under alternative adjustment rules”, *International Economic Review*, 1984.

**GRÁFICA I. COLOMBIA: CORREDOR CAMBIARIO Y TIPO DE CAMBIO REPRESENTATIVO, ENE. DE 1994-OCT. DE 1999 (pesos por dólar)**



FUENTES: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

tipo de cambio se pudo estabilizar a niveles que superaban el inicial en cerca de 60%. En el caso colombiano, lo sucedido después de los desplazamientos de la banda cambiaria en septiembre de 1998 y en junio de 1999 fue también ilustrativo de la tendencia que se genera a un sobreajuste. En ambas ocasiones, el tipo de cambio se fue rápidamente al techo de la nueva banda cambiaria, aunque pocas semanas más tarde se devolvió hasta niveles que eran apenas superiores a los consistentes con la banda antigua (gráfica I). En estos casos, sin embargo, los procesos de sobreajuste se dieron por períodos muy cortos y en magnitudes limitadas precisamente por los extremos de la banda cambiaria, lo cual mostró los beneficios de la existencia de esta última en dichas coyunturas.

Por supuesto, podría argumentarse que incluso un proceso de sobreajuste cambiario agudo, como el que se puede generar en ausencia de bandas cambiarias, carece de costos importantes para la economía en la medida en que tenga un carácter puramente temporal. Personalmente considero, sin embargo, que un sobreajuste de ese tipo habría sido tremendamente peligroso en una economía caracterizada por profundos desequilibrios estructurales y con una política macroeconómica de baja credibilidad en los mercados internacionales, como era el caso de la economía colombiana en el período reciente. Las razones para ello son diversas y se aplican tanto a un proceso de devaluación como a uno de apreciación excesiva del peso.

Creo innecesario abundar en los costos que tendría una sobrevaluación excesiva del peso, aunque

fuese temporal. Esos costos son bien conocidos. El deterioro que se genera en la capacidad productiva y comercial de los sectores de exportación, y en general de los sectores que producen bienes comerciables internacionalmente, es algo que no se recupera fácilmente. Los mercados externos se pierden mucho más rápido de lo que es viable recuperarlos y la capacidad productiva que se deteriora en una crisis de un año tarda varios años en volverse a construir. Por razones como estas, estoy personalmente convencido, por ejemplo, de los beneficios que conllevó haber sostenido la banda cambiaria colombiana en diciembre de 1996, cuando el Banco de la República se vio obligado a comprar casi 2 000 millones de dólares en el mercado por defenderla y evitar la tremenda revaluación que de otra forma se habría generado. Esa revaluación habría tenido un carácter evidentemente temporal, pues de haberse presentado, la presión a la devaluación del período más reciente habría sido muy superior a la observada.<sup>2</sup>

<sup>2</sup> Algunos analistas plantean el argumento contrario al expresado en el texto y sugieren que la intervención del banco central en el piso de la banda cambiaria, frenando la revaluación, puede dificultar el ajuste natural del mercado. Alberto Carrasquilla, ex gerente técnico del Banco de la República, resume esta posición de la siguiente manera: "si el cambio hubiese flotado, es posible que se hubiese apreciado nominalmente (e inicialmente en términos reales) y de manera sustancial. Es posible adicionalmente que esa apreciación hubiese sido percibida insostenible en el mediano plazo y que hubiese ayudado a aplacar el ritmo de gasto. La banda cambiaria debe entenderse como un mecanismo que impidió el ajuste más rápido de las expectativas y que pudo haber ayudado a perpetuar el opti-

Los riesgos de un sobreajuste cambiario en la dirección contraria, esto es, de una devaluación excesiva del peso, son más relevantes para la situación que Colombia ha vivido desde 1998. A mi juicio, esos riesgos tienen que ver al menos con tres tipos de argumentos:

- En primer lugar, un aumento excesivo del tipo de cambio puede generar en los agentes económicos del país la percepción de desestabilización macroeconómica generalizada, lo cual no solo refuerza en magnitud y en extensión el proceso de sobreajuste, sino que puede inducir a esos mismos agentes económicos a tomar el dólar como referente para la fijación de sus precios y salarios, tal como sucedió en la década de los ochenta en la mayor parte de los países de América Latina diferentes de Colombia. Por supuesto, las presiones inflacionarias que surgen de esa manera pueden ser controladas con una política monetaria restrictiva, tal como lo hizo Brasil en el primer semestre de este año. Ello, sin embargo, requiere un aumento muy fuerte en las tasas de interés y produce efectos claramente recesivos. En Brasil, por ejemplo, las tasas de interés del banco central estuvieron en niveles cercanos, a 40% real, durante varios meses después de la eliminación de la banda cambiaria y pese a la reducción reciente, aún se encuentran muy por encima de las tasas colombianas.
- En segundo lugar, incluso sin una aceleración en la inflación ni un aumento en las tasas de interés, una devaluación excesiva tiene efectos que pueden reforzar la recesión económica en el corto plazo a través del encarecimiento en los precios relativos de los insumos y de los bienes de capital importados por el aparato productivo.
- Más importante que lo anterior, un sobreajuste cambiario genera un encarecimiento muy grande e innecesario de la deuda externa. Esto es particularmente preocupante en el caso de la deuda privada por el grave efecto que en circunstancias como las actuales tendrían sobre la viabilidad de muchas empresas endeudadas en moneda extranjera y, a través de ellas, sobre el propio sistema financiero colombiano. La mag-

mismo infundado.” Tomado de “La devaluación y el crecimiento”, *Economía Colombiana y Coyuntura Política*, Revista de la Contraloría General de la República, julio de 1999, p. 22. En contra de esta interpretación, personalmente creo que era precisamente la revaluación que se estaba presentando hasta finales de 1996 la que ayudaba a mantener una situación de auge insostenible del gasto, con productos importados y financiamiento externo artificialmente baratos.

nitudo de este problema se ilustra claramente con ayuda del cuadro 2. La deuda en moneda extranjera del sector privado colombiano a fines de junio de 1999 asciende a 17 044 millones de dólares, que al tipo de cambio vigente en ese momento representa cerca de 30 billones de pesos. Por su parte, la deuda total de los hogares y empresas colombianas con el sector financiero, denominada en pesos, asciende para el mismo momento a 46 billones. Esto significa que la deuda en moneda extranjera representa casi un 39% de la deuda total del sector privado y ese alto porcentaje se ve afectado negativamente por un ajuste del tipo de cambio.<sup>3</sup> Por supuesto, este no es argumento para frenar o evitar los incrementos en el tipo de cambio que sean necesarios para recuperar el equilibrio macroeconómico, los cuales de hecho se han dado en el período reciente. Pero sí es un argumento muy fuerte en contra de ajustes que vayan más allá de lo necesario y a favor de mecanismos que, como lo hizo la banda cambiaria durante 1998 y los primeros nueve meses de 1999, moderen los procesos especulativos y de sobreajuste que pudieran llevar el tipo de cambio a niveles excesivamente altos.

Dentro de ciertos límites, un aumento en el tipo de cambio real como el que se ha presentado en el período reciente, contribuye claramente a la recu-

**Cuadro 2**

COLOMBIA: DEUDA PRIVADA, 1996-99

(En millones de dólares y en miles de millones de pesos)

Fin de	En moneda extranjera <sup>a</sup>		En pesos	Total en pesos	Total en mon. extranjera (%)
	Dólares	Pesos <sup>b</sup>			
1996	14 939.0	15 018.6	31 891.8	46 910.4	32.0
1997	17 320.0	22 404.8	40 204.2	62 609.0	35.8
1998	17 247.0	26 596.8	45 854.8	72 451.5	36.7
1999					
Mar.	17 324.0	26 566.5	45 743.3	72 309.8	36.7
Jun.	17 044.2	29 522.3	46 317.1	75 839.4	38.9

FUENTE: Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos.

<sup>a</sup> Incluye la deuda externa de entidades financieras públicas que financian al sector privado colombiano. <sup>b</sup> Convertida al tipo representativo del mercado.

<sup>3</sup> Nótese que el aumento en el porcentaje que representa la deuda denominada extranjera entre 1997 y la actualidad se presenta a pesar de que su valor absoluto medido en dólares se reduce en forma no despreciable.

peración de niveles apropiados de competitividad externa de la producción colombiana, lo cual coadyuva en el proceso de recuperación económica. Más allá de esos límites, sin embargo, los costos de un sobreajuste cambiario pueden ser muy altos para la estabilidad macroeconómica y para las propias posibilidades de reactivación. La banda cambiaria fue precisamente el instrumento que ayudó a preservar esos límites en un proceso ordenado de ajuste del tipo de cambio real.

### 5) *Transparencia*

Algunos analistas aceptan el tipo de argumentos planteados en la sección anterior en contra de un sistema de tasa de cambio totalmente libre en coyunturas como las que tuvo que enfrentar Colombia durante los últimos años. Esos analistas coinciden en que allí se podrían presentar procesos de sobreajuste cambiario agudos e inconvenientes. Plantean, sin embargo, que la magnitud e intensidad de esos procesos se podría controlar con intervenciones “sucias” del Banco de la República en el mercado. En contra de ese planteamiento, creo personalmente que una de las grandes ventajas del esquema de banda cambiaria que operó en Colombia fue precisamente su transparencia. Lo que hizo la banda cambiaria fue decirle de manera explícita a los agentes económicos cuáles eran los niveles de tasa de cambio en los cuales el Banco de la República estaba dispuesto a comprar o a vender montos muy grandes de divisas. Los niveles máximo y mínimo en los cuales se trataba de estabilizar el tipo de cambio por parte del banco central eran de esta manera conocidos por toda la sociedad y no quedaban entre los secretos que solo unos pocos alcanzan a conocer. Por esa misma razón, la eliminación de la banda cambiaria solo fue una decisión aconsejable, a mi juicio, cuando se presentaron las condiciones macroeconómicas y de credibilidad nacional e internacional en la política económica, para que el tipo de cambio pudiera dejarse fluctuar de manera realmente libre; esto es, cuando fue posible una flotación cambiaria sin intervenciones “sucias” del Banco de la República encaminadas a fijar el tipo de cambio en niveles escogidos por un grupo reducido de funcionarios públicos en forma arbitraria y desconocida para el público en general.

### **III. Conclusiones y consideraciones finales para la eliminación de la banda cambiaria**

En resumen, de todos los puntos anteriores puede concluirse que el régimen de banda cambiaria, tal

como fue aplicado en Colombia en los últimos años, se caracterizó por su flexibilidad y transparencia y permitió un ajuste notable en el tipo de cambio real, en un ambiente de corrección de los principales desequilibrios macroeconómicos y de reducción acelerada de la inflación.

Los argumentos según los cuales el aumento en las tasas de interés de 1998, así como la recesión actual, fueron consecuencia del régimen cambiario que tuvimos, responden, a mi juicio, a espejismos comprensibles a primera vista pero falsos cuando los análisis se hacen a profundidad.

Tanto los aumentos de las tasas de interés como la recesión han sido fenómenos generalizados en los países de América Latina en el período reciente pese a que entre esos países los hay con tasa de cambio absolutamente fija, como la Argentina, o con tasa de cambio libre, como México desde 1995, o Ecuador y Brasil desde enero del presente año. Colombia, de manera similar a Chile y a Uruguay, mantuvo una banda cambiaria relativamente flexible y tampoco estuvo inmune a dichos fenómenos.

Tal como lo expuso la Junta Directiva del Banco de la República en su Informe al Congreso del mes de julio y en el Informe Adicional de octubre de este mismo año, el aumento de la tasa de interés de 1998 y la recesión colombiana actual son la consecuencia lógica de un drástico deterioro del entorno internacional (crisis de los países vecinos, desplome de los términos de intercambio y fuerte contracción de la disponibilidad de recursos financieros externos), en un contexto en que Colombia había acumulado graves desequilibrios del pasado. La política cambiaria reciente no ha sido la culpable de esos deplorables fenómenos. Por el contrario, a mi juicio, ha sido un instrumento apropiado para mitigar sus implicaciones negativas y contribuir, en la medida de sus posibilidades, a los ajustes que requiere la economía nacional.

Después de todo lo dicho en este artículo, la pregunta lógica de cualquier lector es por qué su autor fue partidario del desmonte de la banda cambiaria el pasado 25 de septiembre. Creo que la manera más transparente de responder esa pregunta es transcribiendo textualmente los cinco puntos de comentarios que, como miembro de la Junta Directiva del Banco de la República, hice en la sesión en la que se adoptó la decisión correspondiente:

1. “Desde mi ingreso a la Junta, en 1997, he sido partidario del proceso de ajuste cambiario que se inició en esa época, después de la fuerte revaluación real del peso que se había presentado en los años precedentes. Personalmente considero que uno de los elementos fundamentales en el ajuste

macroeconómico que requería el país es el notable aumento en el tipo de cambio real que se ha presentado entre el primer semestre de 1997 y la actualidad.

2. “El sistema de bandas cambiarias, con la flexibilidad que ha tenido en Colombia, ha sido un instrumento útil para evitar cambios abruptos y desestabilizadores en el tipo de cambio nominal, que habrían sido claramente indeseables, así como para lograr que el proceso de aumento en el tipo de cambio real se produzca de una manera ordenada y en un ambiente de reducción de la inflación. Además, en los períodos en que el país en general, y el sector público en particular, han contado con financiación externa adecuada, el régimen de bandas cambiarias ha sido consistente con fuertes tendencias a la baja de las tasas de interés. Evidencia de ello fue lo que sucedió en 1997 y, más recientemente, en el primer semestre de 1999.

3. “A pesar de lo anterior, el mantenimiento del régimen de bandas cambiarias requiere no sólo el compromiso del Banco de la República, sino el apoyo decidido del Gobierno y de la comunidad financiera internacional. Recientemente, este apoyo ha dejado de existir. En el caso del Gobierno, la falta de convicción en el esquema de bandas cambiarias ha conducido a comentarios por parte de funcionarios públicos que restan credibilidad a la política y facilitan ataques especulativos como el que se ha presentado en los últimos días. En el caso de la comunidad financiera internacional, la pérdida de confianza y apoyo para el sistema de bandas cambiarias, que hasta hace poco tiempo se defendía fuertemente, se explica en parte por experiencias desafortunadas de otros países que tenían bandas cambiarias mucho menos flexibles y con objetivos muy diferentes a los de la banda colombiana. Así, por ejemplo, en el caso de Brasil, la banda se utilizaba fundamentalmente como ancla antinflacionaria, propósito para el cual no se ha utilizado en Colombia, donde el instrumento de lucha contra la inflación ha sido esencialmente el control de los agregados monetarios. En nuestro país, el propósito fundamental del régimen de bandas ha sido facilitar un ajuste ordenado y evitar lo que en la literatura económica anglosajona se conoce como “overshooting” cambiario; esto es, un proceso desestabilizador de sobreajuste del tipo de cambio nominal.

4. “En las circunstancias descritas, el esquema de bandas cambiarias se ha hecho insostenible y su mantenimiento sería inconveniente para el país. Además, el logro del acuerdo con el Fondo Mone-

tario Internacional constituye un momento apropiado para la transición de Colombia a un sistema de flotación libre del tipo de cambio, razón por la cual soy partidario de que la decisión sea adoptada en el día de hoy.

5. “Hacia el futuro, la responsabilidad de limitar los procesos de sobreajuste en el tipo de cambio recaerá de manera fundamental en la credibilidad del programa macroeconómico acordado con el Fondo Monetario Internacional, en el cual hay dos elementos que cumplen un papel esencial: en primer lugar, para el mediano y largo plazo, el ajuste estructural de las finanzas públicas; y en segundo lugar, para el corto plazo, el apropiado financiamiento externo del alto nivel de déficit fiscal que tiene el gobierno colombiano. En ausencia de una banda cambiaria establecida por el Banco de la República, el logro de avances sustanciales en los dos frentes mencionados será requisito indispensable para evitar que la normalidad cambiaria se vea amenazada y para continuar avanzando, sin riesgos de desestabilizar la economía, en el relajamiento de la política monetaria que se ha adelantado desde finales de 1998. La reducción adicional de las tasas de interés que con tanta urgencia se requiere para la recuperación de la actividad productiva y el empleo sólo será viable y sostenible si se hacen los enormes ajustes fiscales contemplados en el acuerdo con el Fondo Monetario Internacional y si el Gobierno Nacional consigue los recursos externos que requiere para financiarse”.

Como mencioné en la introducción de este artículo, los resultados de la decisión de eliminar la banda cambiaria el pasado 25 de septiembre han sido positivos. Sin embargo, ello no debe conducir a la conclusión simplista de que se habría podido eliminar en cualquier momento anterior sin grandes costos para la estabilidad macroeconómica del país. Las decisiones de política económica deben ser evaluadas en el contexto de las coyunturas en las cuales son adoptadas. En Colombia, la eliminación del régimen de bandas cambiarias no condujo a una devaluación abrupta del peso ni a procesos desestabilizadores de la situación económica general precisamente porque durante los 30 meses anteriores se había llevado a cabo una devaluación real ordenada con el apoyo de ese régimen y porque el tránsito a un régimen de flotación se hizo en el marco de un programa de ajuste avalado por la comunidad financiera internacional.

El tipo de cambio real del peso se encuentra hoy cerca del nivel más alto que ha tenido en la historia de Colombia, lo cual favorece la competitividad de la producción nacional; la inflación ha bajado a ni-

veles que no se observaban hace casi 30 años y el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos se ha corregido a pesar de la persistencia de enormes desequilibrios en el frente fiscal. Si estos últimos empiezan finalmente a corregirse y si la credibilidad en el programa de ajuste acordado

con el Fondo Monetario Internacional permite un financiamiento externo adecuado, tanto para el gobierno como para el sector privado, las tasas de interés podrán continuar su tendencia descendente y la economía podrá entrar en un proceso sostenible de recuperación de la actividad productiva.

# El concepto de banca central\*

*Banco de Francia*

## I. Introducción<sup>1</sup>

Desde el punto de vista semántico, la banca central se define como la institución que se sitúa en el centro de los sistemas de pago para garantizar las liquidaciones y controlar la expansión de la masa monetaria. Es una institución considerada como apta para preservar la confianza en la moneda del país.

Los bancos más antiguos, Banco de Inglaterra (1694), Banco de Suecia (1666) o, más recientemente, el Banco de Francia (1800), no habían sido concebidos como instituciones centrales, sino únicamente como institutos de emisión de billetes de banco y descuento de letras de cambio y de pagarés, actividades ejercidas, en parte, en provecho del Estado.

Por ejemplo, para limitarnos al ejemplo francés, las operaciones del Banco de Francia consistían esencialmente en emitir billetes pagaderos a la vista al portador, así como pagarés a cierto número de días y a la vista, en contrapartida con el papel comercial amparado por tres firmas. Podía, además, recibir depósitos de particulares y de establecimientos públicos. El Banco de Francia se comprometía a prestar diversos servicios a la Tesorería pública: encaje de las obligaciones de los recaudadores generales y pagos de las pensiones y rentas. Posteriormente se efectuaron convenciones entre

el Banco y la Tesorería, con objeto de poner de poner a su disposición anticipos, a fin de hacer frente a la irregularidad de los ingresos, es decir de los ingresos fiscales. También se llevaron a cabo anticipos provisionales en caso de crisis; en 1848, 1871, 1914, 1936, y de 1940 a 1944 para costear los gastos de ocupación (426 000 millones de francos), así como después de la segunda guerra mundial.

Inicialmente, las operaciones de descuento debían ser las que originaban la emisión de moneda fiduciaria. La parte que correspondió a los establecimientos bancarios en las presentaciones para descuento fue, en los primeros decenios de la existencia del Banco, muy importante. Empero, la clientela particular quiso tratar de manera creciente con el Banco: la proporción de los descuentos directos en su cartera llegó a más del 50% en 1935. A partir de 1945, las nuevas atribuciones del Banco de Francia (política de crédito, y a continuación política monetaria, así como servicios a los bancos...) condujeron a la institución a reducir y, posteriormente, a eliminar, sus operaciones con la clientela privada. Fue así como las operaciones de descuento directo fueron progresivamente reducidas de 50% en 1935 a 10% diez años más tarde, para limitarse a no más de 0.5% cuando por fin fueron suprimidas en 1970. Finalmente, la ley del 4 de agosto de 1993 sobre la independencia del Banco de Francia decidió que, a partir del 1º de enero de 1994, ya no se procedería a la apertura de nuevas cuentas de depósito a particulares (salvo a los agentes del Banco) o empresas. Esta ley prohibió asimismo toda asistencia del Banco de Francia al Estado y organizó el reembolso progresivo del adelanto al Estado que figuraba en el activo del Banco el 1º de enero de 1994. La Ley, además, confió la responsabilidad de la política monetaria a un Consejo de Política Monetaria, la cual en adelante dejó de corresponder al gobierno.

\* Traduce y publica el CEMLA, con la debida autorización, el artículo del Banco de Francia, que apareció con el título "Le concept de banque centrale", en *Bulletin de la Banque de France*, nº 70, octubre de 1999, pp. 73-97.

<sup>1</sup> Este estudio incluye la Introducción de Denise Flouzat Osmont D'Aurilly, miembro del Consejo de Política Monetaria, y utiliza amplios extractos, de su intervención en el seminario monetario internacional del Banco de Francia, efectuado en el marco del Instituto bancario y financiero internacional (IBFI), en París, el 5 de febrero de 1999.



Es, pues, muy progresivamente como el Banco de Francia, inicialmente establecimiento comercial de descuento que podía intervenir en apoyo de la Tesorería, se transformó en un verdadero “banco central”, responsable de la perennidad del conjunto del sistema de pagos, así como de la política monetaria.

El estatuto, las funciones y la existencia misma de la banca central tienen que recurrir a la teoría monetaria. Un amplio debate ha opuesto siempre a los partidarios de la *free banking* a los de la *central banking*. Para los primeros, un banco central es innecesario, pues la única regla monetaria esencial es la definición de la unidad de cuenta. La centralización es inútil, ya que lo único que hace es responsabilizar a los operadores bancarios, mientras que el sistema de *free banking* asegura, a causa de la competencia, una moneda estable y de buena calidad, además de que los bancos malos son eliminados del mercado, mientras que los buenos suscitan la afluencia de capitales. De hecho, muy al contrario, es el modelo de la centralización el que se ha impuesto tras un largo proceso histórico, ya que ha permitido que se vayan liberando las funciones de la banca central, que se le otorgue cada vez más frecuentemente un estatuto de independencia con respecto a los poderes públicos, e incluso que se la “desnacionalice” y hasta que se la “regionalice”, como se ha previsto en el marco de la Unión Monetaria Europea. De esto se deriva una mutación profunda en el concepto mismo de banca central, con tanta mayor razón dado que su entorno se ha modificado por la globalización de los mercados.

En el curso de esta larga búsqueda para fijar el estatuto de la banca central, nuestros bancos nacionales han asumido funciones cada vez más pesadas, hasta llegar, la mayor parte de ellos, a la responsabilidad suprema, la de dirigir la política monetaria. Estas facultades crecientes en sus funciones serán comentadas en una primera parte, mientras que en la segunda se intentará mostrar las mutaciones aportadas por la introducción del euro en el concepto de banca central.

## II. Las funciones del banco central

### 1) *El banco central, emisor de billetes de banco y gestor de medios escriturarios*

Ya desde fines del siglo XIX comenzó a observarse un papel central para la emisión de billetes de banco. Este papel central se amplificó a raíz de un prolongado y a veces doloroso aprendizaje, cuando el desarrollo de la moneda escrituraria implicó la centralización de los pagos.

*El papel del banco central en la emisión de billetes de banco.* Los bancos de emisión tradicionales no se distinguían inicialmente de los demás bancos comerciales más que por la dimensión de los capitales que tenían la capacidad de movilizar. Los billetes de banco han presentado rápidamente la inmensa ventaja, con relación a las obligaciones comerciales, de ser pagaderos en moneda a la vista, al portador, y a la par en las ventanillas del banco. El instituto de emisión, empero, se hallaba sometido inicialmente a la exigencia de convertibilidad de los billetes en moneda metálica, al igual que lo estaban los bancos comerciales de rembolsar los depósitos en billetes de banco. En uno u otro caso, la exigencia ligada al comercio bancario es la misma: la obligación de rembolsar. Una serie de disposiciones legislativas han contribuido a diferenciar bancos comerciales e instituto de emisión. En primer lugar se atribuyó al billete de banco el *curso legal* que dotaba a los billetes de un poder liberador ilimitado, facultad que beneficiaba a los institutos dotados del privilegio de emisión. Bastaba que este privilegio no fuera otorgado más que a un solo banco para que éste, poseedor del poder de emisión, se convirtiera en “banco central”: en adelante, todos los demás bancos se hallaban en la necesidad de comprar o pedir prestados los billetes solicitados por sus clientes. De esta manera, la inscripción de la moneda fiduciaria emitida como pasivo por un banco central se ha convertido en la característica de los sistemas monetarios modernos, contruidos según el modelo jerárquico.

Desde el punto de vista de la emisión de billetes, la finalización del proceso de la evolución hacia la posición de banco central se opera con la decisión de curso forzado que, al dispensar al instituto de emisión del reembolso de los billetes en moneda metálica, rompe el lazo contractual entre el emisor de la moneda fiduciaria y el tenedor de esta moneda.

En lo que le concierne, el Banco de Francia fue dotado, en 1803, del privilegio exclusivo de emisión en París, generalizado luego al conjunto del país en 1848. El franco se volvió de curso forzoso de manera temporal de 1848 a 1850, de 1870 a 1878, y nuevamente a comienzos de la primera guerra mundial. No fue sino hasta 1928 cuando se restableció una convertibilidad parcial del franco (en lingotes). El 25 de septiembre de 1936 quedó establecido definitivamente el curso forzoso del franco.

El curso forzoso se impuso durante la primera guerra mundial o entre las dos guerras en la mayoría de los países. Únicamente Estados Unidos conservó una forma de convertibilidad de su moneda (limitada a las relaciones entre bancos centra-

les y la Tesorería estadounidense). El curso forzoso del dólar fue decidido por la administración norteamericana el 15 de agosto de 1971.

*El papel de banco central en la gestión de los medios de pago escriturarios.* La centralización de los pagos se impuso con la intervención creciente de la moneda escrituraria, que hizo de los instrumentos de pago (cheque, giro...) un simple medio de circulación de la moneda inscrita en un depósito de algún establecimiento de crédito. De ahí se deriva la necesidad de una organización multilateral de pagos. Esta organización se reveló superior en sus funciones, bajo la égida del banco central, a las que desempeñaban las organizaciones colectivas de estatuto privado (experiencia estadounidense de *free banking* en el siglo XIX). De ahí el surgimiento del banco central en el centro mismo del sistema de compensación entre posiciones deudoras y acreedoras y por lo tanto, su acceso a la categoría de agente central de liquidaciones.

En Estados Unidos, múltiples crisis y, en particular la de 1907, condujeron a una reflexión sobre la creación de un banco central, sobre todo a partir del proyecto publicado por P. Warburg en el *New York Times* y la *Annual Financial Review*, titulado “*A Plan for a Modified Central Bank*” (Plan para un banco central modificado), el cual dio origen a un proyecto de ley que creó el Sistema Federal de Reserva en 1913. En este caso también se observaba, en las condiciones que hacían más complejas el sistema político federal, la necesidad de un organismo que se diferenciase de los bancos comerciales y centralizara los pagos.

En Francia, el Banco de Francia había organizado las Cámaras de Compensación. Posteriormente, se construyó un Sistema Interbancario de Compensación (SIT) que maneja los medios de pago escriturarios. Los sistemas de pago de liquidación bruta en tiempo real (*Real Time Gross Settlement* o RTGS) figuran ahora en el corazón de los dispositivos de liquidación de los países del G-10 y de la Unión Europea. El sistema Transferencias del Banco de Francia (TBF) es, desde 1997, el sistema francés de liquidación en tiempo real. Permite garantizar la liquidación irrevocable y definitiva en el curso de jornada de los giros de grandes sumas. Los sistemas RTGS aseguran las liquidaciones irrevocables inmediatas en moneda central, a diferencia de los sistemas de compensación, en los que transcurre un intervalo entre la recepción de información sobre el pago y su liquidación.

## 2) *El banco central, prestamista de última instancia*

Al asegurarse este papel central en el seno del

sistema de pagos, el banco central plantea el problema del riesgo relativo de la liquidez. Dicho de otra manera, ¿debe en consecuencia asumir el riesgo de prestamista de última instancia?

Esta pregunta fue hecha desde 1802 por M. H. Thornton: se trataba de demostrar la responsabilidad que debía tener el Banco de Inglaterra para aprovisionar de liquidez a los bancos sanos durante períodos de pánico bancario. De hecho, Inglaterra sufrió un pánico bancario en cada vuelco del ciclo en el siglo XIX. Tocó a Bagehot formular la doctrina de intervención del Banco de Inglaterra (1866). La asistencia financiera del banco central debe anticiparse a la crisis de liquidez y debe ser temporal, pues su único objetivo es la estabilidad del sistema financiero y no puede ser otorgada a los establecimientos que han quebrado. El principio esencial era que el préstamo en última instancia no quebrantara en ningún caso la confianza en la convertibilidad de los billetes del Banco de Inglaterra (Ley de Peel).

El debate sobre la función del prestamista de última instancia conserva toda su actualidad, ya que se trata de una operación exorbitante según las reglas del mercado, que dispensa al banco incumplido de la obligación de pago. La intervención de la función de prestamista de última instancia no se justifica más que en la medida en que permite asegurar la perennidad del mercado frente al riesgo de contagio de la falta de pago. Únicamente el banco central puede ser “una fuente de liquidez externa a los mercados monetarios y suficientemente independiente en su aplicación para no ser rehén de sus beneficiarios”.<sup>2</sup> Sin embargo, dado que puede llegar a suscitar un problema de vulnerabilidad moral por la seguridad que da, y estimular en esta forma los incumplimientos de pago, tiene que crear cierto grado de imprevisibilidad acerca de la posibilidad de su intervención. Intervención que, por lo demás, raramente se ha llegado a aplicar, particularmente en la época contemporánea. En Estados Unidos, el Sistema Federal de Reserva ha hecho declaraciones tranquilizadoras durante la crisis de la bolsa de 1987, según las cuales estaba dispuesto, “*como banco central de la nación*”, a alimentar el mercado en caso de necesidad. En una conferencia en la AFB (Asociación de Corredores de Bolsa), el 1º de junio de 1988, Paul Volcker afirmó que “el mercado no habría sido abierto con normalidad el 20 de octubre de 1987, si no hubieran ocurrido muchas cosas entre bambalinas y de no haberse aportado importantes liquedeces al mercado por los bancos y a los

<sup>2</sup> Michel Aglietta, *Genèse des banques centrales et légitimité de la monnaie*, Anales ESC, mayo-junio de 1992.

propios bancos por el banco central”.<sup>3</sup> En Japón, el estado del sistema financiero nacional ha requerido una acción enérgica de los poderes públicos y del banco central, expresada en el comunicado del 25 de noviembre de 1997: “Nosotros, el ministro de Finanzas y el gobernador del Banco de Japón, queremos reafirmar nuestra voluntad de honrar nuestro compromiso de cumplir con la estabilidad de las transacciones interbancarias y proteger plenamente los depósitos... En consecuencia, estamos decididos a garantizar una liquidez suficiente para impedir cualquier retraso en el pago de los depósitos y otros compromisos de las instituciones financieras...”.

Así, situado en el centro del sistema de pagos, y prestamista en principio de última instancia, el banco central ha sido guiado por una racionalidad que no puede ser la maximización de las utilidades, sino una racionalidad colectiva, lo que le confiere extensas responsabilidades, en particular las de velar por la estabilidad del sistema financiero. Esa responsabilidad está necesariamente asociada a la reglamentación de los establecimientos de crédito y contribuye a su vigilancia según modalidades que difieren de un país a otro. Situado en el centro del sistema de pagos, el banco central parece estar en posición de reivindicar su control (es el caso del Sistema Federal de Reserva estadounidense), pero se puede también considerar que la preeminencia de su función monetaria es tal que su acción debe concentrarse en esta última (ese es el caso del Banco Federal de Alemania o del Banco de Inglaterra). En Francia, se adoptó una posición intermedia, puesto que la Comisión Bancaria presidida por el gobernador del banco central tiene a su cargo la vigilancia de los establecimientos financieros.

### 3) *El banco central, emisor y regulador de moneda central*

La liquidez bancaria mide las disponibilidades de los establecimientos de crédito en moneda central. Esta, llamada también dinero de alto poder o base monetaria, es emitida por el banco central en dos formas:

- billetes de banco, que el banco central remite a los bancos, quienes, a su vez, los entregan a sus clientes;
- activos en cuenta en los bancos centrales depositados por los bancos comerciales y la Tesorería. Estos activos constituyen una moneda particular

<sup>3</sup> Se recuerda al lector la caída de Wall Street de 25% en sólo 24 horas, el 19 de octubre de 1987.

en posesión exclusivamente de los intermediarios financieros y que no sirve para las transacciones.

La moneda central no se utiliza más que en operaciones de transformación entre las distintas categorías de moneda: moneda escrituraria bancaria y moneda de la Tesorería. En estos casos asegura las relaciones entre diferentes circuitos monetarios internos: el del circuito integrado de los establecimientos de crédito y el de la Tesorería, así como la comunicación con el conjunto de las monedas extranjeras. Las demandas y las ofertas de liquidez de los establecimientos de crédito y de la Tesorería se expresan en moneda central.

Estos establecimientos realizan operaciones cuya liquidación transita todos los días por el banco central. Ciertas operaciones constituyen simples transferencias de moneda central entre establecimientos (operaciones interbancarias, por ejemplo), sin afectar la liquidez bancaria, mientras que otras ejercen sobre esta última un efecto restrictivo o expansivo: operaciones de retiro/depósito de billetes de banco por la clientela, operaciones con la Tesorería pública, compraventa de divisas en el banco central. Estas tres operaciones constituyen “factores autónomos de la liquidez bancaria” que escapan a la autoridad monetaria. A ello pueden venir a añadirse “factores políticos”, que reflejan la acción del banco central y que obligan a los establecimientos de crédito a conservar en el banco central, en forma de reservas obligatorias, un porcentaje variable de sus depósitos.

Dos casos, en efecto, pueden presentarse:

- la moneda central escasea: se dice entonces que los establecimientos de crédito se hallan “en banco”. Estos establecimientos de crédito están estructuralmente endeudados con respecto al banco central. Esto no obstante, les es posible procurarse liquidez en moneda central mediante la movilización con acceso a esta última de una parte de sus activos. La creación monetaria de estos establecimientos, que ocurre cuando prestan a sus clientes, exige una creación monetaria posterior por parte del banco central, al producirse su refinanciamiento;
- el segundo caso, menos frecuente (los establecimientos de crédito se sitúan “fuera de banco”), corresponde a una situación en que la moneda central es abundante. Esto sucede, por ejemplo, cuando el banco central monetiza cantidades importantes de divisas u otorga ayudas importantes a la Tesorería. Si esto ocurre, los establecimientos de crédito se independizan del banco

central y pueden desarrollar más ampliamente sus créditos que en el caso precedente.

Cuando los establecimientos de crédito están “en banco”, el banco central les aporta ayuda al prestarles disponibilidades de moneda central para hacer frente a sus necesidades de liquidez. En esta forma los refina, por lo que ejerce en el proceso de creación monetaria un papel esencial, aunque *indirecto*. Son las necesidades de moneda central (billetes, activos en cuenta en el banco central) las que proporcionan a este último los medios de regular la creación de liquidez mediante el juego de las operaciones de refinanciamiento de los establecimientos de crédito y así, le permiten realizar una política monetaria.

El banco central dirige esta política mediante su acción, ya sea sobre la cantidad de moneda ofrecida, o bien actuando indirectamente sobre su precio. En el primer caso, puede modificar la cantidad de moneda central, al inyectar cantidades de moneda si considera que la liquidez bancaria es insuficiente o retirándolas si juzga que es excedentaria. En este caso practica una política denominada de *base monetaria*. Esta política ha sido utilizada, en una forma restrictiva, por el Sistema Federal de Reserva estadounidense, de 1979 a 1982, pero fue abandonada a causa del alza brutal de las tasas de interés que determinó.

El banco central puede también tratar de actuar sobre los precios de la moneda central, mediante intervenciones con respecto a las tasas de interés. Los bancos centrales se unificaron generalmente, durante los años ochenta, en favor de una política de tasas de interés.

Cada uno de ellos puede implementar su política monetaria:

- mediante la definición de un blanco operativo para las tasas de interés en el mercado monetario (tasas primas o de reglamentación de la liquidez bancaria);
- también recurriendo a *operaciones de mercado abierto* constituidas por las intervenciones del banco central en los mercados. Estas intervenciones se llevan a cabo en el mercado interbancario reservado a los establecimientos de crédito. La técnica más utilizada actualmente por los bancos centrales es la de las “pensiones”, o sea, una compraventa de títulos a corto plazo, negociables, públicos o privados, con el compromiso por ambas partes de realizar la operación en sentido inverso al vencimiento fijado por anticipado. Un banco central toma en pensión los títulos para alimentar el mercado (*repurchase*

*agreements* o acuerdos de recompra) y los coloca en pensión, a fin de retomar la liquidez en el mercado monetario (*reverse repurchase agreements* o acuerdos sobre títulos en el día o a muy corto plazo). La necesidad de refinanciamiento de los establecimientos de crédito puede ser satisfecha por las adjudicaciones, tras las ofertas de reembolso en fecha regular anunciada por anticipado. Las adjudicaciones se hacen a una tasa de interés preestablecida por el banco central o a una tasa determinada a la vista de las demandas de los establecimientos de crédito;

- y eventualmente, proponiendo a los bancos comerciales *facilidades permanentes* que les permiten tomar prestado o depositar fondos en el banco central a tasas predeterminadas por éste. Las intervenciones son normalmente menos frecuentes cuando se establecen facilidades permanentes que definen tasas máxima y mínima;
- además, un sistema de *reservas obligatorias*, al imponer encajes líquidos superiores a los que los bancos deben poseer en promedio, permite absorber más fácilmente las necesidades temporales de liquidez, lo que tiende a reducir la necesidad de intervención del banco central.<sup>4</sup>

En un sistema de regulación por tasas, el banco central domina el costo de refinanciamiento en el mercado monetario, así como el costo de los recursos colectados a tasas de mercado a corto plazo, pero no controla el conjunto de las condiciones de financiamiento de la economía; asimismo, no puede gobernar ni las tasas administradas ni las tasas bancarias ni, en fin, las tasas de interés a largo plazo, fijadas por los mercados financieros.

Emisor de moneda central, el banco central opera la regulación de la liquidez bancaria ya sea a partir de sus propias decisiones y en el marco por él mismo fijado, o bien a partir de decisiones y en un marco fijado por el Estado. Esta última solución, conforme a las relaciones keynesianas, ha sido ampliamente utilizada después de la segunda guerra mundial, y ello en el marco de una economía de endeudamiento de doble nivel: endeudamiento de las empresas con los bancos comerciales y endeudamiento de los bancos con el banco central.

El ejercicio de la política monetaria por el banco central de manera independiente del Estado (en Estados Unidos, por ejemplo), o de manera de-

<sup>4</sup> D. Hardy, *Market Information and Signaling in Central Bank Operations or how often should a Central Bank Intervene*, FMI, febrero (Documento de trabajo, 97/24).

pendiente (caso más frecuente en Europa, con excepción de Alemania hasta los años noventa), requiere la fijación de un objetivo final, así como de objetivos intermediarios o blancos, o bien indicadores que permitan alcanzar el objetivo final.

El objetivo final puede ser único o múltiple. Único, bajo la forma de estabilidad de los precios como lo ha prescrito la ley en el caso del Banco Federal Alemán (1957) y el Banco de Francia (1993). En cambio, el Sistema Federal de Reserva estadounidense, según el artículo primero del *Federal Reserve Act*, enmendado por la ley de 1978 sobre el pleno empleo y el crecimiento equilibrado, debe asegurar “el pleno empleo, la estabilidad de los precios, y la moderación de las tasas de interés a largo plazo”. Respaldo por la credibilidad del banco central estadounidense, recuperada gracias a la acción vigorosamente antinflacionaria de su predecesor, Paul Volcker, el presidente del Sistema Federal de Reserva desde 1987, Alan Greenspan, puede llevar a cabo una política conforme a los tres objetivos. Esta política ha contribuido a asegurar a Estados Unidos una de las más largas fases de crecimiento desde la segunda guerra mundial.

Determinado ya el objetivo final, se plantea la elección para el banco central de su tipo de intervención: política de gobierno automático a partir de una regla, o política discrecional. La preferencia académica por las reglas en vez del poder discrecional descansa en tres argumentos esenciales. Primero, el recurso a la política monetaria para efectuar una regulación fina de la actividad económica se vuelve difícil por el intervalo de los desfases entre las variaciones de las tasas directrices y su impacto sobre la economía real. Esta simple comprobación puede reforzarse con el argumento monetarista de que, a largo plazo, la política monetaria no puede ejercer acción más que sobre el nivel de los precios y no sobre la economía real. Y recibe aún más apoyo de los nuevos clásicos (Lucas), según el cual la única oportunidad con que cuentan los poderes públicos para actuar sobre la economía real consiste en sorprender a los agentes económicos, aunque sea temporalmente, ya que estos últimos anticiparán rápidamente las tentativas de sorpresa. Así, puede demostrarse que el poder discrecional es ineficaz, e incluso nefasto.

¿Qué reglas proponerse entonces? Milton Friedman preconizó, desde 1950, una conducción automática de la política monetaria bajo la forma de una regla de aumento constante de la masa monetaria de conformidad con el aumento de la producción en volumen.

Un ejemplo práctico de regla monetaria es el de “*currency board* o consejo monetario” (en francés

*caisse d'émission* o caja de emisión), régimen monetario en el que la creación monetaria está subordinada a la existencia de una contrapartida en divisas en las reservas de cambio del banco central. La autoridad monetaria (*board*) no puede, en consecuencia, crear moneda más que en la exacta medida en que esta creación está garantizada por las reservas. Tales regímenes existen en Argentina, en Hong-Kong... Pero una regla como esa desarma por completo al banco central, razón por la cual la Alta Autoridad monetaria de Hong-Kong se ha visto obligada a soslayarla durante el ataque especulativo contra el *peg*, cuando decidió vincular el dólar de Hong-Kong con el dólar de Estados Unidos, en agosto de 1998.

Entre las reglas elaboradas más recientemente, se puede citar la de Taylor, que vincula mecánicamente la tasa de interés prima a una meta de inflación y al *output gap* (déficit de producción). Si bien se comprueba que esta regla es muy semejante a la función de reacción de los bancos central de los grandes países industrializados desde los años noventa, su utilización normativa exigiría proceder a un manejo más científico de las variables de referencia.

Apartándose del recurso a una regla mecánica, la mayoría de los bancos centrales adoptan una estrategia que descansa sobre un objetivo cuantitativo intermedio (*monetary targeting* o meta monetaria), un objetivo de inflación (*inflation targeting* o meta inflacionaria) o una referencia a una tasa de cambio. La experiencia norteamericana, y posteriormente la europea (Alemania, Francia), ha demostrado que los agregados monetarios no podían constituir ya un objetivo intermedio de política monetaria, pues ha dejado de observarse una relación estable entre variación de los agregados y variación de las tasas de inflación. La teoría monetarista, suponiendo un vínculo estable entre masa monetaria y producto nominal, ha sido puesta en entredicho por la liberalización financiera y las innovaciones subsiguientes. Las variaciones del agregado de referencia son resultado de los cambios de fiscalidad relacionados con ciertos activos o bien con las modificaciones de las tasas de interés a corto plazo (particularmente las relativas a las tasas administradas de Francia).<sup>5</sup>

Ante las dificultades de aplicación de una política de *monetary targeting*, algunos países recurren a un blanco de inflación. Así fue como el objetivo de inflación pudo ser anunciado por adelantado y adoptado explícitamente por el Reino Unido y Ca-

<sup>5</sup> A. Estrella y F. Mishkin, “¿Tienen algún papel los agregados monetarios en la conducción de la política monetaria?”, NBER, noviembre de 1996 (Working Paper, n° 5845).

nadá. El anclaje nominal a un tipo de cambio (*peg*) fue adoptado en Europa por países que tenían una economía de pequeña dimensión y muy ligada al comercio exterior (Países Bajos, Bélgica...).

En Estados Unidos, el Sistema Federal de Reserva ofrece una contradicción total a la preferencia teórica por las reglas.<sup>6</sup> Toma a los mercados por sorpresa, sin referirse a ninguna regla preestablecida. Así ocurrió el 15 de octubre de 1998, cuando el Sistema Federal de Reserva decidió reducir en un cuarto de punto su tasa de interés primaria, seguida por otras dos bajas en las semanas siguientes, lo que causó sorpresa general.

¿De qué manera las variaciones de las tasas de interés en el mercado monetario pueden afectar la economía? Lo hacen a través de dos canales principales de transmisión.

*Canal de la tasa de interés.* Una variación de la tasa de interés puede tener varias consecuencias: una revisión del arbitraje gasto/ahorro, una modificación del precio de los activos (el alza de las tasas de interés tiende a hacer bajar el precio de los activos, mientras que una baja provoca el movimiento contrario) y, finalmente, un efecto sobre el ingreso. La variación de la tasa de interés prima implica un cambio de las tasas de interés de los nuevos empréstitos y de los pagos, y por lo tanto del costo de oportunidad del gasto; actúa así sobre la demanda de bienes, es decir sobre el consumo y la inversión. Su acción sobre los balances de los agentes no financieros depende de sus posiciones netas acreedoras o deudoras: en caso de alza de las tasas, las empresas que son deudoras netas sufrirán un efecto de ingreso negativo, mientras que los hogares que son acreedores netos (en los países de Europa continental), se beneficiarán de un efecto positivo. Los mecanismos inversos funcionan en caso de baja.

¿Cuál es la consecuencia de una alza de las tasas a corto plazo sobre las tasas a largo plazo? Normalmente, esa alza debería propagarse a las tasas a largo plazo y conducir a una contracción de la actividad, mientras que una baja debería implicar, a su vez, la disminución de las tasas a corto plazo y por consiguiente constituir un estímulo para la actividad económica. Ciertas observaciones muestran a veces secuencias inversas. Una baja imprudente de las tasas primas puede desencadenar la tensión entre las tasas a largo plazo, pues los mercados eleva-

<sup>6</sup> Esta posición ha sido defendida por B. Friedman y K. Kuttner "A price Target for US Monetary Policy? Lecciones de la Experiencia con Metas de Crecimiento Monetario", *Brookings Papers on Economic Activity*. Ha sido atacada, en cambio, en la obra de Benanke, de F. Mishkin, T. Laubach, y A. Posen, *Inflation Targeting*, Princeton University Press.

rían la prima de riesgo inflacionario y anticiparían una recuperación rápida de las tasas primas. Su alza en período de anticipación de desaceleración del ciclo, considerada como temporal, apenas o nada repercutirá sobre las tasas a largo plazo (así ocurrió, en particular, en el mercado obligatorio norteamericano a fines de 1994 y principios de 1995).<sup>7</sup>

A este canal, llamado estándar, de la tasa de interés, se agregó una nueva vía de transmisión de las tasas a la economía: el canal del crédito. Según este análisis, el comportamiento de los bancos ante una alza de las tasas primas, puede conducirles a un racionamiento del crédito con respecto a ciertos agentes económicos (pequeñas y medianas empresas, pequeñas y medianas industrias, hogares). La teoría económica otorga una importancia creciente al canal del crédito, a raíz del desarrollo de los análisis sobre las imperfecciones del acceso al crédito. La investigación en el campo monetario se orienta cada vez más al análisis de los efectos diferenciados según los agentes (*distribution effects*) de las intervenciones en esta área.<sup>8</sup> Sin embargo, la innovación, la competencia y la desreglamentación financiera son susceptibles de reducir las imperfecciones de los mercados financieros y del crédito.

*Canal del tipo de cambio.* Un alza de las tasas primas, al acrecentar el rendimiento real anticipado de los productos valorados en moneda nacional, debe determinar una apreciación del tipo de cambio. Una baja de las tasas primas determina normalmente movimientos inversos. Sin embargo, estas secuencias deben ser ratificadas por los mercados. En efecto, ante las tensiones inflacionarias, los mercados pueden considerar que el alza de las tasas primas es insuficiente: entonces, el tipo de cambio se depreciará. Asimismo, una baja de las tasas decidida con perfecto dominio de la inflación puede suscitar la confianza de los mercados en una moneda que se ha vuelto más sólida. Finalmente, la sensibilidad del tipo de cambio a las variaciones de la tasa de interés depende también del grado de apertura de la economía hacia el exterior: los efectos de las modificaciones de la paridad sobre las exportaciones y las importaciones serán tanto más considerables cuanto más representen una parte importante del PIB.

Trabajos recientes se han preguntado si el desarrollo de los mercados derivados ha modificado el

<sup>7</sup> Rollay y Sellon, *Monetary Policy y Actions and Long Interest Rates*, Banco Federal de Reserva de Kansas City, 4º trimestre de 1993.

<sup>8</sup> Hubbard, Is Bank Lending Important for the transmission of Monetary Policy?, Banco Federal de la Reserva de Boston, noviembre-diciembre de 1995.

mecanismo de transmisión de la política monetaria. Un documento de trabajo del FMI por Vrolijk (1997) muestra, en particular, que estos mercados, muy líquidos, pueden afectar sus mercados subyacentes, y permiten un ajuste más rápido del precio de los activos financieros a un cambio de política monetaria, de modo que se reduzca el impacto de un choque de esta última.

En fin, todos estos canales pueden resultar afectados por el incremento de la interdependencia de las tasas de interés en el mundo, vinculada a la globalización financiera, sin que se produzca, sin embargo, total sincronización de las tasas a largo plazo, que siguen afectadas por las anticipaciones relativas a la apreciación de las monedas.

4) *El banco central, al volverse independiente, es responsable de la política monetaria*

La última etapa en el camino por alcanzar el pleno estatuto de banco central es la de su independencia, la cual significa la definición y aplicación de la política monetaria. El banco central participa actualmente, en la mayoría de los países industrializados, en la definición de la política monetaria, y aun puede decirse que asume la plena responsabilidad. En este caso también, la evolución fue progresiva. El concepto mismo de política monetaria es relativamente reciente. La crisis de los años treinta, la segunda guerra mundial, la difusión del pensamiento keynesiano, suscitaron, en la mayoría de los países occidentales, el deseo e utilizar la política monetaria con objeto de orientar la evolución económica. Algunos autores han hablado de “politización de la moneda”. La moneda ha sido “nacionalizada” en todos los países desarrollados y su control confiado al Estado. El dominio de este último sobre los bancos centrales se ha reforzado y se ha traducido en la nominación de sus dirigentes por los poderes públicos,<sup>9</sup> así como por la nacionalización del propio establecimiento (Francia y Reino Unido, por ejemplo).<sup>10</sup> Empero, las regulaciones nacionales han tropezado, desde comienzos de los años setenta, con la inflación, y después con la globalización de los mercados. Se asiste a una evolución de la autoridad monetaria nacional, de su objetivo final, de su estrategia y de sus instrumentos.

La aceleración general de la inflación a fines de los años setenta (inflación de dos dígitos) ha susci-

tado una reconcentración de la misión del banco central ante el imperativo de la estabilidad de la moneda. El movimiento de desinflación, impulsado por Estados Unidos a comienzos de los años ochenta, se ha generalizado al conjunto de los países industrializados, con lo que se asegura al concepto de estabilidad de la moneda el estatuto de *objetivo final* explícito o implícito de la política monetaria. Según los análisis teóricos empero, la independencia del banco central con respecto al Estado permite luchar con mayor eficacia contra la inflación. F. Kydland y E. Prescott (1977), y después R. Barro (1983) pusieron en evidencia el riesgo de “incoherencia temporal” (*time inconsistency*) de las decisiones monetarias adoptadas por los poderes públicos. Teniendo en cuenta que el gobierno se declara decidido a seguir una política de estabilidad de los precios, los agentes económicos anticipan una débil inflación: por lo tanto moderan sus reivindicaciones salariales y/o reclaman tasas de interés más bajas. Sin embargo, el gobierno puede llevar a cabo, particularmente en período de elecciones, una política más laxista. La inflación, así favorecida, conducirá a una declinación de los salarios reales, y por consiguiente a la creación de empleos. Esta política se revela ineficaz. El efecto sobre el empleo es momentáneo: tan pronto como los agentes económicos se dan cuenta de la pérdida de su poder adquisitivo, reivindican que se les aumenten los salarios. De ahí resulta una disminución del empleo y una alza de la tasa de inflación. Entonces, para hacer frente a las anticipaciones inflacionarias de los agentes, el gobierno se ve obligado a realizar una política monetaria rigurosa.

La reflexión teórica en cuanto al riesgo inflacionario de una política monetaria confiada a los poderes públicos se apoya también en la teoría de las *elecciones públicas* de J. M. Buchanan y G. Tullock. Haciendo extensivas a las decisiones políticas los principios de la economía de mercado, Buchanan muestra que la producción de bienes públicos no se halla guiada por el interés general, sino por los intereses conjugados del aparato burocrático (funcionarios) y ciudadanos que no son altruistas. En nombre de estos intereses, es posible que se lleguen a ejercer presiones sobre los poderes públicos, que los alejen del objetivo de la estabilidad monetaria. Finalmente, según Sargent y Wallace, cuando la política presupuestaria se vuelve dominante con respecto a la política monetaria, la oferta de moneda se torna endógena. Interviene entonces la presión sobre el banco central para hacerle adoptar un financiamiento monetario de los déficit que aligere el peso de la deuda, gracias a la inflación inducida.

<sup>9</sup> Ya decidida, en Francia, desde el principio del siglo XIX.

<sup>10</sup> Actualmente, el capital de la mayoría de los bancos centrales pertenece al Estado; sin embargo, en algunos países (Estados Unidos, en particular), el capital del banco central es suscrito por las instituciones financieras.

En esta forma, la permanencia del objetivo de un banco central independiente, el cual se opone por definición a la falta de continuidad de las políticas gubernamentales, sometidas a criterios a corto plazo, estaría en el origen de la débil inflación y de su estabilidad. Sin embargo, la experiencia histórica demuestra que la reducción de la tasa de inflación puede lograrse sin que por ello se tenga que reconocer la independencia de los bancos centrales. La fase de desinflación, iniciada a comienzos de los años ochenta, se desarrolló en todos los países industrializados, a pesar de que en la mayoría de ellos (particularmente en Francia, no se estableció sino hasta 1994), el banco central no fue independiente.

De hecho, la independencia del banco central, hecho banal en un país de estructura federativa (Estados Unidos, Alemania, Canadá) tiende, desde comienzos de los años noventa, a generalizarse frente al creciente proceso de globalización y la innovación de los mercados financieros. En este nuevo universo, los objetivos intermediarios, particularmente los agregados monetarios, han dejado de ser pertinentes en numerosos casos. La desregulación (supresión del encuadramiento del crédito...) ha reducido los instrumentos de acción de los bancos centrales, que se limitan hoy día a la variación de las tasas primas de interés y a la de las tasas de las reservas obligatorias, cuando éstas existen. Los efectos de estos instrumentos sobre la economía real, aunque indudables, son difíciles de medir. Al mismo tiempo, se ha acrecentado el peligro en que incurren las tasas de interés por las primas de riesgo infligidas por los mercados. Estas primas no dependen solamente de los criterios fundamentales observables (tasas de inflación, tipos de cambio, tasa de crecimiento, equilibrio exterior...), sino también de las anticipaciones de los mercados, que en gran parte se vinculan a la credibilidad que otorgan a la política monetaria. Sin embargo, la independencia debe permitir reducir las primas de riesgo, e incluso anularlas, en la medida en que permite asegurar la continuidad de la política monetaria que corresponde exclusivamente al banco central. La observación permanente de los mercados, así como una especie de dialéctica sutil que debe mantenerse con ellos, explican que la independencia se haya vuelto una forma de modernidad para el banco central.

Es por ello que los recientes cambios de estatuto de numerosos bancos centrales, y más particularmente en Francia (1994), Reino Unido (1997), y Japón (1997), les han otorgado una independencia más o menos amplia. Por lo demás, el Tratado de Maastricht prevé que los bancos centrales de los países participantes debieron haber recibido su in-

dependencia antes del ingreso en la III fase de la Unión Monetaria Europea, el 1º de enero de 1999, y asimismo que el Banco Central Europeo, creado en junio de 1998, sería dotado del mismo estatuto el 1º de enero de 1999.

En lo que concierne a Francia, la independencia citada se había expresado, según los términos de la ley del 4 de agosto de 1993, mediante la creación de un Consejo de Política Monetaria. En el ejercicio de esta independencia, el Banco de Francia tenía una situación semejante a la del Banco Federal de Alemania, con completa asunción de la responsabilidad por la política monetaria (hasta el 1º de enero de 1999, fecha en que el relevo fue tomado por el Banco Central Europeo). Tal no es el caso del Banco de Inglaterra, pues el ministro de Hacienda es el que define el objetivo final (nivel de la meta de inflación). La situación es más compleja formalmente en Estados Unidos, donde el poder monetario corresponde al Congreso, que simplemente lo ha delegado al Sistema Federal de Reserva.

##### *5) El banco central y las funciones por venir*

La evolución del concepto de banca central y, por lo tanto, de su papel, no ha concluido. Aún no ha sido claramente definida en el campo de la vigilancia de los precios de los activos y en el de los tipos de cambio.

El informe del Banco de Pagos Internacionales de 1997 puso en evidencia la atención que debían prestar los bancos centrales a la evolución de los precios de los activos, sobre todo a la de los precios de los activos financieros. Los movimientos excesivos y duraderos en cuanto a los criterios financieros conducen a fenómenos de "burbuja", que desarrollan riesgos para los que intervienen en los mercados y que perjudican la buena transmisión de los impulsos de política monetaria.

¿Puede el banco central controlar estos movimientos? Desde luego puede desarrollar un acción preventiva por medio de advertencias a los mercados. Tal fue el sentido del discurso del presidente del Sistema Federal de Reserva sobre la "exuberancia irracional" de Wall Street en el otoño de 1996: el Dow Jones sobrepasaba los 6 000 puntos. Esto no obstante, el caso es que ha fluctuado en el curso de los diez primeros meses de 1999 bastante más allá de los 10 000 puntos, sin que Alan Greenspan haya podido o querido promover que se desinfe el mercado de las acciones. El ejemplo japonés le ha conducido probablemente a la prudencia. Para enfrentar una burbuja financiera e inmobiliaria demasiado tardíamente descubierta, el gobernador del Banco de Japón, M. Mie-



no, llevó a cabo una política de elevación de la tasa de intervención del banco central de 2.5% a 6%, en 1989-90. Como consecuencia estalló la burbuja en 1990, pero a ello siguió la entrada de Japón en un largo período de estancamiento y luego de recesión, de la que el país no ha conseguido salir todavía. La baja de Wall Street, en el otoño de 1998, probablemente incitó al Comité Federal del *open market* (mercado abierto) a bajar, en tres ocasiones, sus tasas primas, a fin de evitar un efecto de riqueza negativo,<sup>11</sup> susceptible de frenar la coyuntura estadounidense. Esta baja debería permitir también hacer frente al riesgo de que se “sequen” los créditos a raíz de las dificultades de ciertos fondos de pensión como el LTCM. Además, el Sistema Federal de Reserva ha tomado la iniciativa de reunir a los principales bancos implicados en este Fondo, a fin de suscitar su acción para evitar la quiebra, que podía crear un riesgo sistémico.

En lo que concierne al tipo de cambio, hay que distinguir entre régimen de cambio y fluctuaciones en los mercados de cambio. El régimen de cambio sigue siendo determinado, en todos los países, por los poderes públicos. La sustitución, por ejemplo, de un régimen de cambio flotante por un régimen de cambio fijo, no es responsabilidad del banco central. En lo que concierne a desajustes importantes entre monedas, éstos son objeto de declaraciones finales en el curso de las reuniones de los ministros de Finanzas del G-7, a las cuales se hallan asociadas los gobernadores de los bancos centrales de los países interesados (Acuerdos del Plaza de septiembre de 1995, Acuerdos del Louvre, de febrero de 1987, exhortación a dar un vuelco de manera ordenada a los cambios, en abril de 1995, a fin de corregir la apreciación excesiva del yen). Finalmente, el banco central interviene en los mercados de cambio si la moneda nacional tiene un vínculo nominal explícito o implícito con una moneda de referencia, en general con el acuerdo de los poderes públicos.

Esquemáticamente, el estado del arte a fines de los años noventa, con relación al ejercicio de la función del banco central en los países industrializados, le confería la misión de velar por la buena marcha del sistema de pagos y la estabilidad del sistema financiero, así como la de dirigir la política monetaria.

<sup>11</sup> El efecto de riqueza es particularmente significativo en Estados Unidos: según la OCDE, un alza de 20.0% de los mercados de valores iría acompañada de una progresión de 0.6% en el consumo de los hogares, lo que acarrearía al año siguiente una alza de precios de 0.1%. El efecto de riqueza es menos pronunciado en Europa, dado que los hogares invierten menos en la bolsa.

### III. El impacto del euro sobre el concepto de banca central

El Tratado de Maastricht, firmado el 7 de febrero de 1992, tenía, entre sus objetivos, la creación de las instituciones y los medios de la política monetaria de la Unión Económica y Monetaria (UEM). Esta política se desarrolla en el marco del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), que comprende un nuevo banco central, el Banco Central Europeo (BCE), así como los bancos centrales nacionales (BCN). Las misiones del SEBC, según el Tratado, consisten en:

- definir y aplicar la política monetaria de la UEM;
- conducir las operaciones de cambio, conservar y gestionar una parte de las reservas de cambio de los Estados miembros;
- promover el buen funcionamiento de los sistemas de pago.

La transposición sobre el plano europeo del concepto de banco central conduce a interrogarse:

- sobre el estatuto mismo del banco central: ¿a quién pertenece?;
- sobre las condiciones en que se lleva a cabo la política de tasas, apoyo actualmente de toda política monetaria;
- sobre la posibilidad de llevar a cabo una política de cambio.

#### 1) *Un régimen de competencia compartida para el estatuto del banco central, a fin de promover una política monetaria única*

El BCE y los BCN constituyen el SEBC.<sup>12</sup> Ciertamente, este último no dispone de la personalidad moral, si bien es el único que dispone plenamente del estatuto de banca central. La competencia en este campo está compartida entre el BCE y los BCN. Esta repartición conduce a un sistema de estructura federal que descansa en la interdependencia de sus componentes, así como en su independencia con respecto a las autoridades públicas.

<sup>12</sup> Es usual, en los comunicados de prensa del BCE, publicados tras la reunión del Consejo de Gobernadores, de dar al Sistema Europeo de Bancos Centrales, integrado por once, el nombre de “Eurosistema”, subrayando así que el término SEBC debe aplicarse a los quince bancos centrales de los países de la Unión Europea.

- *Independencia* del SEBC: el BCE, único poseedor del poder de elaborar la política de la UEM, es totalmente independiente, con lo cual asegura a ojos de los mercados su perfecta credibilidad. Su independencia ha sido definida, al igual que la de los bancos centrales nacionales: no recibe órdenes de ninguna instancia nacional o comunitaria: no debe consentir un crédito en descuento o cualquier otro tipo de crédito a las instituciones de la UEM, así como a ningún otro organismo público. Finalmente, ni los gobiernos de los Estados miembros ni los órganos europeos (Parlamento, Consejo Ecofin, o Consejo del Euro 11) pueden ejercer presiones sobre el BCE, que es la única institución europea que controla directamente un instrumento político macroeconómico en el conjunto de la zona euro.

La independencia es sin duda de la misma naturaleza que la exigida por los consejos de política monetaria nacionales, pero el proceso de nominación de los miembros del Consejo de Gobernadores del BCE tropieza con la insuficiencia de integración institucional. En efecto, era corriente nombrar personalidades con experiencias profesionales diversas en los consejos de política monetaria nacionales. En el ámbito europeo, ante la falta de organizaciones representativas de los diferentes componentes de la sociedad, no ha sido posible operar este tipo de nombramientos.

- *Interdependencia* entre el BCE y los BCN: la interdependencia es resultado de la participación de los BCN en la fundación del BCE, que se benefició con la aportación de capital de los BCN (5 mil millones de euros), así como de la transferencia de una parte de sus reservas de cambio (50 mil millones de euros).
- *Federalismo* del SEBC: este sistema puede ser calificado de federal, en la medida que las decisiones monetarias son centralizadas al nivel del BCE, en tanto que su ejecución está descentralizada al nivel de los distintos bancos centrales nacionales (BCN). El BCE es el único que puede autorizar la emisión de billetes de banco en euros; el Consejo de Gobernadores toma las decisiones de política monetaria (variaciones de las tasas prima y de las tasas de reservas obligatorias). Los consejos de los bancos centrales nacionales independientes (Consejo de Política Monetaria francés, Consejo del Banco Federal de Alemania, por ejemplo) han transmitido, el 1º de enero de 1999, su poder de decisión monetario al Consejo de Gobernadores del

BCE. Este último reúne un directorio de seis personas, nombradas desde el 2 de mayo de 1998, por los jefes de Estado o de gobierno de los países adherentes, así como los once gobernadores de los bancos centrales nacionales de estos países.

De manera descentralizada, el SEBC emite billetes que serán los únicos de curso legal para el año 2002, en los países de la UEM. Los BCN aseguran la ejecución de las decisiones de la BCE, al aplicar los instrumentos ideados por el Instituto Monetario Europeo (IME) y ratificados por el Consejo de Gobernadores. Por último, los BCN están obligados a velar por el buen funcionamiento de los sistemas de pagos, particularmente los RTGS (TBF en lo que concierne al Banco de Francia), para que puedan alimentar el sistema *Target*, que asegura la conexión entre ellos.

Esta arquitectura original ha suscitado críticas; las últimas fueron expresadas en *Perspectives économiques* de la OCDE 1998.<sup>13</sup> De acuerdo con esas perspectivas, el Consejo de Gobernadores, dada su composición mayoritaria de gobernadores de los BCN (11/17 miembros), el BCE podría ser blanco de presiones nacionales que buscarían modificar su política. Los “once gobernadores continuarán teniendo que enfrentarse en gran medida con problemas de orden nacional en el marco de sus actividades cotidianas, lo que lleva en germen el riesgo de que se tomen en cuenta en exceso las condiciones de cada región”. Este temor conduce a la OCDE a aprobar que no se publiquen las minutas de las reuniones del Consejo, lo que permite a los gobernadores desembarazarse mejor de las coerciones nacionales. El temor que pueden causar las influencias nacionales puede hacer que se desconozca el principio básico que presidió la composición del Consejo: cada gobernador, al disponer de un voto, cualquiera que sea la importancia de su país, no debe considerar que representa a un país, sino que debe asumir los intereses del conjunto de la zona euro.

*Perspectives économiques* de la OCDE subraya la necesidad de una coordinación entre las autoridades nacionales de supervisión bancaria, a la vez que entre éstas y el SEBC, puesto que el BCE no ha sido investido de responsabilidades de vigilancia prudencial en cuanto a los establecimientos de crédito. En realidad, la descentralización del sistema implica que, conforme al principio de subsidiariedad, la vigilancia del sistema bancario es de competencia nacional con la especificidad propia a cada país. Esto no obstante, esa situación podría evolucionar si las reestructuraciones transfronterizas conduje-

<sup>13</sup> *Perspectives économiques* de la OCDE, nº 64.

ran al surgimiento de establecimientos dotados de redes europeas densas, que no tendrían ya una localización nacional principal.

La posibilidad de incumplimiento puede también no estar limitada a un banco nacional, sino extenderse a varios, lo que originaría crisis de liquidez que conducirían a un riesgo sistémico. Uno o varios crack de la bolsa podrían suscitar riesgos análogos. ¿Quién asumiría entonces la función de prestamista de última instancia? Esta interrogación resuena dolorosamente a oídos de los banqueros centrales, pues el problema vinculado a la vulnerabilidad moral surge de inmediato si el banco central proclama que hará frente a todo riesgo bancario. De ahí la necesidad de ofrecer pruebas de “incertidumbre constructiva” al no dar a los bancos la certidumbre de un rescate incondicional, sin por ello dejar de limitar el riesgo de inestabilidad. El período reciente ha sido testigo de las múltiples intervenciones de los bancos centrales como prestamistas de última instancia. Primero, en Japón, donde el banco central, por intermedio de la agencia de garantía de depósitos, ha creado la base monetaria (es decir, de la moneda al hacer su balance) para comprar las obligaciones emitidas por los bancos, a fin de recapitalizar a estos últimos. El mismo proceso se ha repetido en numerosos países asiáticos. ¿Cómo analizar el riesgo de liquidez en la zona euro? Si este riesgo abarcase a la totalidad de los sistemas bancarios europeos, el BCE bajaría las tasas de interés a corto plazo, lo que equivale a decir que inyectaría liquideces adicionales al mercado interbancario. Podría también ya sea suministrar directamente la liquidez, o bien coordinar las intervenciones efectuadas por los BCN. Por el contrario, queda totalmente descartado bajar las tasas de intervención del BCE, si el que está en cuestión es un solo sistema bancario nacional. ¿Un banco central nacional puede decidir hacer un préstamo de liquidez adicional a los bancos comerciales del país cuando están en dificultades? En un primer período, haría bajar las tasas de mercado del país por debajo de la tasa de intervención del BCE; en una segunda etapa, como todos los mercados financieros están arbitrados, se produciría una baja de las tasas de mercado en el conjunto de la zona, lo que no puede ser tolerado, puesto que equivaldría a poner en entredicho la unicidad de la política monetaria. En este caso también, la solución parece depender de la repartición de competencias, como consecuencia de la coordinación establecida entre el BCN concernido y el BCE: el BCN podría ser autorizado a incrementar el nivel de las liquideces prestadas al sistema bancario en dificultades, en tanto que los otros BCN actuarían a la inversa.

## 2) *Un dispositivo pragmático de política monetaria del tipo “Europa continental”*

Al parecer, las recomendaciones del Consejo del IME, y en segundo lugar las decisiones del Consejo de Gobernadores, tuvieron por objeto asegurar la continuidad de los sistemas de los principales países de la zona euro, sin dejar de tener en cuenta las experiencias nacionales.

Como cualquier sistema monetario, el nuevo sistema se caracteriza por la autoridad que lo dirige, por la estrategia que sigue aquélla, y por sus instrumentos. La autoridad monetaria es el BCE, dirigido por el Consejo de Gobernadores. Dado que el BCE fue creado en junio de 1998, el Consejo de Gobernadores ha podido celebrar reuniones preparatorias, a fin de precisar sus objetivos y sus medios de acción, antes de aplicarlos el 1º de enero de 1999.

### *a) Objetivos y estrategia del SEBC*

El Consejo de Gobernadores definió la política monetaria para el conjunto de la zona euro tomando en consideración el objetivo final determinado por el Tratado de Maastricht, la estabilidad de los precios (artículo 105, párrafo 1). El Consejo la definió, en octubre de 1998, como “una progresión a lo largo de un año del índice de los precios inferior a 2% en la zona euro”. El índice considerado es el índice de los precios al consumo armonizado (IPCH). El BCE tiene como objetivo la estabilidad de los precios, como lo tuvieron con anterioridad el Banco Federal de Alemania y el Banco de Francia. Sin embargo, el artículo 105, párrafo 1 del Tratado dispone: “El objetivo principal del SEBC consiste en mantener la estabilidad de los precios”; y prosigue: “Sin perjuicio de la estabilidad de los precios, el SEBC aporta su apoyo a las políticas económicas generales de la Comunidad, a fin de contribuir a la realización de los objetivos de la Comunidad”, tal como se definen en el artículo 2 del Tratado. La Comunidad tiene por misión “promover un desarrollo armonioso y equilibrado de las actividades económicas en el conjunto de la Comunidad, un crecimiento duradero y no inflacionario que respete el medio ambiente, un alto grado de convergencia del desempeño económico, y un nivel de empleo y de protección social elevados...” La lectura de estos artículos demuestra que la redacción del Tratado fija una jerarquía fuerte entre objetivos que, según parece, son más extensos que los concertados entre los bancos centrales francés y alemán.

¿Cuál es la estrategia a seguir para alcanzar este objetivo? El Consejo de Gobernadores podía elegir entre referirse a un tipo de cambio, una tasa de interés, un blanco monetario, o una meta de infla-

ción...Una estrategia de tipo de cambio hubiera implicado ligar el euro por un *peg* (vínculo) al dólar, lo que hubiera tenido por consecuencia la entrada de la UEM en la zona dólar. De hecho, el euro flota con respecto al dólar, el yen, la libra esterlina...El Consejo tampoco podía inclinarse por una tasa de interés: ¿cómo conocer la tasa de interés real compatible con la estabilidad de los precios? Quedaba la elección entre los *objetivos intermediarios* cuantitativos, como en Alemania y Francia (agregados monetarios establecidos en el plano europeo) o bien *meta de inflación* como en el Reino Unido. Sí podía, empero, como el Sistema Federal de Reserva estadounidense, llevar a cabo una política discrecional a partir de una serie de indicadores establecidos según el proyecto europeo.

El Consejo de Gobernadores decidió adoptar objetivos explícitos, sin duda a fin de evitar toda incertidumbre sobre sus intenciones. Una meta de inflación podía suministrar un ancla nominal transparente para los agentes económicos: una tasa de variación del índice de precios es más evocadora que las variaciones de agregados. Sin embargo, aunque el Consejo ha cuantificado el objetivo final, en cambio no ha publicado su previsión sobre la inflación, ya que no deseaba hacer de esta previsión un instrumento básico, tal vez teniendo en cuenta las dificultades de seguir un índice de precios al consumo en período de baja de los precios (consultar las discusiones, en particular en Estados Unidos, con relación a la sobrevaluación eventual del índice) y también las de una construcción armonizada de dicho índice en la zona euro.

El Consejo, deseoso de proseguir una política de continuidad con relación a las orientaciones generales del Banco de Francia y del Banco Federal de Alemania, ha precisado en primer lugar que adoptaba una estrategia de seguimiento de un agregado grande,  $M_3$ ,<sup>14</sup> armonizado para el conjunto de la UEM, si bien afirmándose que este agregado era un “valor de referencia” y no un estricto objetivo intermedio. Esta decisión prudente tiene en cuenta las incertidumbres concernientes a la relación entre agregado monetario e inflación futura en la economía contemporánea. Las variaciones del  $M_3$  en Alemania y Francia han sido, desde el comienzo de los años noventa, poco relacionadas con las variaciones de la tasa de inflación, e incluso con las

<sup>14</sup> El  $M_3$  comprende la moneda fiduciaria, así como los exigibles siguientes: depósitos a la vista, depósitos a plazo de una duración inferior o igual a dos años, depósitos reembolsables con un preaviso inferior o igual a tres meses pensiones, títulos de crédito de una duración inferior o igual a dos años y, por último, títulos de OPCVM monetarios y los instrumentos del mercado monetario. El agregado  $M_3$  para la zona euro parece más extenso que el construido para la política monetaria francesa.

de la producción nominal. Aun los bancos centrales que han recurrido a un objetivo intermediario cuantitativo, lo han utilizado con pragmatismo. El Consejo de Política Monetaria francés no ha tenido en cuenta el carácter negativo del  $M_3$  en 1996, ni su nivel muy débil del año siguiente. El Banco Nacional Suizo lo ha aplicado, asimismo, con flexibilidad. Además, la inestabilidad de la demanda de moneda puede ser particularmente fuerte al comienzo de la Unión Monetaria. La elección de un agregado grande, mayor que el agregado francés, debe permitir que se tengan en cuenta los efectos de sustitución ligados a las innovaciones financieras, que forzosamente habrán de multiplicarse en la zona euro.

El valor de referencia de crecimiento de la masa monetaria se fijó en 4.5% para el primer año de funcionamiento del SEBC. La fijación de este valor fue operada en el marco de una hipótesis de deslizamiento de los precios inferior a 2% anual, teniendo en cuenta el incremento potencial (crecimiento tendencial del PIB real), así como la evolución anticipada de la velocidad de circulación de la moneda, estimada en desaceleración de 0.5% a 1% anual a mediano plazo. El crecimiento tendencial de la zona euro se estimó en 2.0-2.25% anual. La primera referencia ha sido utilizada en el pasado por el Banco de Francia y por el Banco Federal de Alemania, con todas las incertidumbres que se adjudican al concepto de crecimiento potencial. El Banco Federal de Alemania recurría también a la velocidad de circulación de la moneda, variable que el Banco de Francia no utilizaba a causa de su inestabilidad, incluso a mediano plazo. Finalmente, los miembros del Consejo de Gobernadores decidieron que el seguimiento del valor de referencia se completaría con cierto número de indicadores económicos y financieros, a fin de evaluar los riesgos para la estabilidad de los precios en la zona euro.

Se puede lamentar que entre los indicadores no figure el agregado de financiamiento seguido en Francia, el endeudamiento interior bruto, susceptible de dar informaciones no solamente sobre la evolución de los financiamientos por la vía del crédito, sino también mediante recurso al mercado. El seguimiento de este índice, sin duda difícil de calcular hoy día en el plano de la zona euro, permitiría anticipar riesgos de “burbuja” financiera e inmobiliaria. Asimismo, el conocimiento de la evolución del precio de los activos podría ser útil. Es por eso que el Banco de Francia trabaja en esta cuestión en el plano nacional y ha publicado, en su *Boletín* de noviembre de 1998, los primeros resultados relativos a la construcción de un indicador del precio de los activos.

## b) Instrumentos del SEBC

Finalmente, el Consejo de Gobernadores ha ratificado los instrumentos y los procedimientos necesarios para la aplicación de la política monetaria única, que fueron completados por el Instituto Monetario Europeo (IME), cuyo Consejo estaba formado por los gobernadores de bancos centrales de los quince países miembros de la Unión Europea. Para realizar una política de tasa de interés (y no de base monetaria), el SEBC dispone de tres tipos de instrumentos perfeccionados por los BCN para poner en ejecución las decisiones del Consejo de Gobernadores: las operaciones *de open market* (mercado abierto) efectuadas según las condiciones del mercado, las facilidades permanentes accesibles a las contrapartidas bancarias, y las reservas obligatorias.

*Operaciones de open market efectuadas según las condiciones del mercado.* Las operaciones de *open market*, que desempeñan un papel preponderante en la regulación monetaria, comprenden varias categorías. Los *anuncios de ofertas regulares* en moneda central euro (operaciones de refinanciamiento principales) constituyen el instrumento esencial de refinanciamiento y orientación de las tasas de interés a corto plazo. Operan a tasa fija o a tasa variable. Las licitaciones efectuadas por esta vía adoptan principalmente la forma de apropiaciones en pensión o de préstamos garantizados, según una periodicidad hebdomadaria. Estas licitaciones tienen una duración de dos semanas. Se utilizan también otros procedimientos de refinanciamiento con vencimientos más alejados (tres meses). Se realizan a tasa variable. Finalmente, las *operaciones de sintonía fina*<sup>15</sup> y otras *operaciones llamadas estructurales* completan el dispositivo.

*Facilidades permanentes accesibles a las contrapartidas bancarias.* Además de estos procedimientos de mercado, los establecimientos de crédito del SEBC dispone de dos *facilidades permanentes* a 24 horas: una facilidad de refinanciamiento marginal y una facilidad de reapropiación de depósito. La primera sirve para prestar moneda central en euros, a fin de satisfacer las necesidades temporales de liquidez a una tasa máxima; la segunda, cuya tasa consiste el mínimo del mercado interbancario, ofrece la posibilidad de colocar excedentes de la Tesorería. Su utilización es a discreción de las contrapartes. Estos dos instrumentos delimitan el corredor o banda de las fluctuaciones de precio del dinero en el día. Las

<sup>15</sup> Un esfuerzo por orientar la demanda agregada y la producción hacia un nivel de meta por medio de instrumentos monetarios y fiscales.

tasas de interés practicadas en estas ventanillas tienen un valor de indicación acerca de la orientación duradera de la política monetaria.

El sistema de intervención comprende así tres tasas primas: una *tasa de refinanciamiento regular*, encuadrada por una tasa de nivel elevado (*jalón alto*), relativa a una posibilidad permanente de préstamo a los establecimientos de crédito, y por una tasa de débil nivel que asegura las reapropiaciones de liquidez (*jalón bajo*).

El Consejo de Gobernadores decidió, el 22 de diciembre de 1998, utilizar a partir del 4 de enero de 1999, como tasa de refinanciamiento regular, la tasa de 3% adoptada el 3 de diciembre por diez de los once bancos centrales nacionales para sus intervenciones (petición de ofertas, *repo...*), en tanto que el Banco de Italia se les unió en la adopción de la tasa a fines de año. El Consejo fijó también las tasas de facilidades permanentes: el jalón alto en 4.5% y el jalón bajo en 2.0%. Sin embargo, entre el 4 y el 21 de enero de 1999, el corredor o la banda se estrechó, quedando incluido entre 2.75% y 3.25%, a fin de evitar movimientos demasiado amplios en los mercados.

El 8 de abril, el Consejo de Gobernadores decidió reducir las tasas primas en 2.5% para el refinanciamiento regular y en 3.5% y 1.5% para los jalones alto y bajo. Esta decisión fue tomada cuando, según el comunicado del Consejo de Gobernadores, “se han revisado a la baja numerosas previsiones relativas a la alza futura de los precios en la zona euro...y el crecimiento del PIB se estaba debilitando...”.

Así, el Consejo de Gobernadores, haciendo que varíen las tasas primas, puede actuar sobre las condiciones de refinanciamiento de los establecimientos de crédito de los países de la zona euro.

*Reservas obligatorias.* El conjunto del dispositivo se completa por un sistema de *reservas obligatorias* remuneradas. Al adoptar este sistema de reservas obligatorias, el BCE demuestra que se aparta de la práctica estadounidense de *fine tuning* (sintonía fina o afinación) con que el Sistema Federal de Reserva interviene para determinar el nivel de liquidez. Se diferencia también de la reciente práctica francesa que, al aligerar las tasas de reservas obligatorias a partir de mayo de 1992, había disminuido su papel y suscitado intervenciones más frecuentes en la tasa día a día. Constituidas a partir de medianas para un período dado, las reservas obligatorias permiten amortizar el impacto de las variaciones demasiado bruscas de la liquidez bancaria y alisar la evolución de las tasas de interés a corto plazo. La instauración de estas reservas constituye también un medio para el SEBC de incrementar la

dependencia para consigo de los establecimientos de crédito: permite así mantenerlos “en banco”. El 8 de julio de 1998, el Consejo de Gobernadores decidió que los establecimientos de crédito confiarían a sus bancos centrales nacionales entre 1.5% y 2.5% del monto de sus depósitos, a la tasa fijada en octubre de 2.0%. La tasa de remuneración de las reservas es el resultado del promedio de las tasas de petición de ofertas del período de su constitución.

*¿El dispositivo del SEBC introduce importantes modificaciones con respecto a los instrumentos que se aplican en los distintos países de la zona euro? Estos países, desde luego, utilizan las tres grandes categorías de operaciones: de open market o mercado abierto, facilidades permanentes, y reservas obligatorias, mas con modalidades diversas.*

- En lo que concierne a las *operaciones de open market*, éstas adquirieron una importancia creciente en el curso de los diez últimos años, a la vez de manera sistemática y para la determinación fina de la liquidez. El recurso a los instrumentos que ponen en juego las leyes del mercado se confirmó en el SEBC. Las pensiones constituyeron el principal instrumento para las operaciones de *open market*; y conservan esta preeminencia en el SEBC. Las operaciones en firme de *open market* se practicaban en tres países de la zona euro, pero el único lugar donde desempeñaban un papel importante era en Finlandia. Las “operaciones en firme” se utilizan, en el marco del SEBC, para la determinación fina y para las operaciones estructurales, las cuales pueden efectuarse con la ayuda de un nuevo instrumento, la emisión de certificados de la deuda.

La operación principal de refinanciamiento tiene una frecuencia hebdomadaria, mientras que el Banco de Francia organiza peticiones de oferta dos veces por semana mediante licitaciones que duran una semana: las nuevas licitaciones tienen una duración de dos semanas en lugar de una. Las peticiones de oferta en el marco del SEBC dan lugar a adjudicaciones de tasa fija o tasa variable, si bien estas últimas no eran utilizadas por el Banco de Francia.

Un nuevo instrumento ha sido puesto a la disposición del Banco de Francia y de los otros BCN: las operaciones de refinanciamiento a más largo plazo (tres meses), destinadas a satisfacer las necesidades de refinanciamiento de los establecimientos de tamaño pequeño o mediano.

Las operaciones de regularización destinadas a atenuar los choques transitorios sobre la liquidez bancaria se han vuelto mucho menos fre-

cuentes: el Banco de Francia recurría a ellas ampliamente desde que las tasas de reservas obligatorias fueron rebajadas. En el SEBC, como la gestión de las liquideces eran reguladas en el origen usando las reservas obligatorias, el recurso a las operaciones de sintonización fina se volvió menos frecuentes. Sin embargo, las mismas constituían la única categoría de operaciones que el BCE podía efectuar por sí mismo, aunque en circunstancias excepcionales.

- Todos los bancos centrales de la zona euro recurrían a las facilidades permanentes, con la única excepción del Banco de España. Había, sin embargo, diferencias entre los países en lo que concierne a cómo se dosificaban las diversas facilidades. Por ejemplo, en Francia existía la posibilidad de refinanciamiento marginal a tasa penalizada, por duración de 5 a 10 días, mientras que en los otros países se habían previsto anticipos a una tasa inferior a la del mercado o se disponía de la facilidad de constituir depósitos en el banco central. En el sistema SEBC, se han organizado dos facilidades permanentes a 24 horas, una de préstamo marginal, y la otra de depósito.
- En todos los países de la zona euro, el sistema bancario se hallaba ya sujeto a reservas obligatorias, con excepción de Bélgica. Las tasas de las reservas convergían hacia niveles poco elevados, teniendo en cuenta el riesgo de desintermediación financiera o de deslocalización de los depósitos fuera de los países donde no eran remunerados (Alemania, Austria, España, Finlandia, Francia, Portugal). En el marco del SEBC, la decisión de remunerar las reservas suprime estos riesgos.

En el marco de la nueva política monetaria única, ¿cómo va a funcionar el mecanismo de transmisión a la economía real por el canal de la tasa de interés? Si las reacciones nacionales de las distintas economías ante una misma variación de la tasa prima fueran muy diferenciadas, la implementación de estrategias a la escala de la zona sería muy difícil. Numerosos estudios empíricos se han esforzado por evaluar este riesgo, pero han tropezado con dificultades, teniendo en cuenta las innovaciones que deben integrar: mutaciones estructurales en los mercados de bienes y de trabajo, así como en los mercados financieros. Ciertamente, estas mutaciones se desarrollaron a lo largo del tiempo, pero varios canales de transmisión importantes han desaparecido ya totalmente: fluctuaciones de cambio, diferenciales de tasas de interés, primas de

riesgo de cambio (su desaparición, de hecho, había comenzado ya en gran medida con la convergencia financiera). Es por ello que pareció necesario recurrir a modelos multinacionales corregidos de los efectos inmediatos de la introducción del euro.<sup>16</sup> Estos estudios demuestran que la elasticidad de la actividad en las variaciones de la tasa de interés en los tres países principales, Alemania, Francia, Italia, sería muy comparable. La regla de Taylor, poco adaptada a los países pequeños, funcionaría eficazmente para un modelo de cinco países que incluiría a Alemania, Austria, Francia y los Países Bajos. Los mecanismos de transmisión de la política monetaria en la futura zona euro, que forma una amplia economía relativamente cerrada al exterior, presentarían en último término semejanzas con los observados en Estados Unidos.

Este nuevo sistema de política monetaria, bastante similar a los dispositivos que se utilizaban anteriormente en Europa continental, aunque se diferencia en algunos puntos (a título de ejemplo: la ausencia de redescuento, que existía todavía en el sistema alemán), comprende instrumentos sencillos y legibles que se basan principalmente en las operaciones de *open market*, así como en las facilidades permanentes. Estos instrumentos se inscriben con cierta continuidad en los que utilizan la mayoría de los BCN, y más particularmente en los experimentados por el Banco Federal de Alemania y el Banco de Francia.

### 3) La política de cambio

Las orientaciones estratégicas ya decididas por el Consejo de Gobernadores no tienen al tipo de cambio como objetivo final, contrariamente a lo que se practicaba en los pequeños países del SME. Aun en Francia, la estabilidad del franco “con respecto a las monedas más estables del SME”, constituía uno de los objetivos intermediarios. Sin embargo, el tipo de cambio será un elemento de reflexión, ya que se trata de un factor disponible y fácilmente legible, mientras que los otros datos estadísticos son, por el momento, poco dignos de confianza (masa monetaria, balanza de pagos...). Además, la credibilidad del banco central nacional, necesaria para la defensa de la moneda nacional, ha pasado a ser responsabilidad del BCE. Sin embargo, subsisten las incertidumbres sobre la volatilidad a esperar de la paridad euro/dólar. Según ciertos análisis no verificados hasta hoy, esa volatilidad podría ser fuerte, como consecuencia de los

<sup>16</sup> Dornbush, Favero, Giavazzi, “Immediate Challenges for the ECB: Issues in Formulating a Single Monetary Policy”, *Economic Policy*, vol. 26, abril de 1998.

arbitrajes incesantes entre las tres monedas principales (dólar, yen, euro). Otros expertos alegan, por el contrario, que la importancia del tamaño del mercado euro-dólar podría determinar la reducción de la volatilidad; por lo demás, el apuro podría no ser tan grande, pues la zona euro está menos abierta al exterior de lo que estaban cada uno de los países miembros.<sup>17</sup>

En esta situación de incertidumbre, ¿puede considerarse una política de cambio de la UEM? Esta interrogación suscita otras. ¿Qué autoridad sería responsable? ¿Cuáles serían sus objetivos y sus medios de acción en las zonas de acción del euro?

*¿Qué autoridad?* En lo que concierne al régimen de cambio, tal como se ha visto en la primera parte, sólo los gobiernos son competentes. Recaería pues en el Consejo Ecofin de la Unión Europea (de quince países) negociar, si se presentara el caso, acuerdos del tipo de los firmados después de la segunda guerra mundial en Bretton Woods. Por lo que respecta a las orientaciones generales de una política de cambio que implicara una acción sobre las cotizaciones, es necesario distinguir el caso de una intervención directa por medio de compras o ventas de divisas, del de una acción indirecta sobre la cotización del cambio por variación de las tasas primas. La primera hipótesis conduce a recurrir a la responsabilidad del BCE en el marco de las orientaciones generales indicadas por el Consejo Ecofin: en la segunda hipótesis, la decisión depende exclusivamente del Consejo de Gobernadores del BCE.

*¿Qué medios?* Estos deben ser analizados según las zonas de impacto del euro.

En la *Unión Europea* (quince países), el euro desempeña el papel de moneda de referencia. Dos países se han adherido al nuevo mecanismo de cambios (MCE II), y en tanto que Grecia ha aceptado un margen de fluctuación del dracma con relación al euro de  $\pm 15\%$ , Dinamarca la limitó a  $\pm 2.25\%$ . El Reino Unido y Suecia no han entrado en el nuevo mecanismo, al cual, según el Tratado de Maastricht, es necesario adherirse dos años antes, como mínimo, antes de ingresar en la UEM. En el seno del MCE II, donde se ha organizado un sistema de cambios estables, el BCE debe asegurar la defensa eventual de las monedas de Grecia y Dinamarca en las mismas condiciones que las que existían en el SME. Las intervenciones al margen son

<sup>17</sup> La relación importaciones/PIB, que mide la vulnerabilidad de un país a la fluctuación de la moneda dominante (el dólar), es del orden de 10%, contra 23% en promedio para cada país miembro.

automáticas e ilimitadas; sin embargo, el BCE puede suspenderlas en caso de parecerle contrarias al objetivo de la estabilidad de los precios.

En la *periferia de la zona euro*, el euro juega el papel de “moneda ancla”, y sustituye al franco en los países africanos y al deutschemark en Europa del Este. Esta situación nueva ha conducido a observar las fluctuaciones de las monedas de estos países, particularmente de aquéllos que son candidatos a la entrada en la UEM tras la ampliación de ésta. En lo que concierne a los países dotados del franco CFA, un mecanismo presupuestario garantiza la convertibilidad de este último por la Tesorería francesa. El ingreso en la moneda única ha llevado sencillamente a la sustitución del franco por el euro.<sup>18</sup>

En el seno del Sistema Monetario Internacional, ¿el BCE puede realizar una política de cambios que permitiría controlar una eventual volatilidad dólar/euro y promover el euro al estatuto de moneda internacional? Se conocen las ventajas de que disfruta Estados Unidos por el predominio del dólar. ¿Podrá la UEM apropiárselas? De hecho, para gozar del estatuto de moneda internacional, el euro debe convertirse en una moneda de colocación, una moneda de reserva, y una moneda de facturación, lo cual necesariamente llevará su tiempo.

En régimen de cambio flotante, los medios de una política de cambio parecen limitados. El tipo de cambio no se decreta: el del euro, como en el caso de otros tipos de cambio, resulta de su demanda y oferta. Numerosos estudios recientes demuestran que el tipo de cambio está sometido a determinantes fundamentales a largo plazo, que tienden a retrotraerlo a su valor de equilibrio, definido como el compatible con el equilibrio interno (nivel de producción que permite la plena utilización de las capacidades de producción y una tasa de desempleo igual a *Nairu*), así como el equilibrio externo (nivel sostenible de la balanza de pagos). No obstante, las “desalineaciones” pueden revelarse duraderas y requerir correcciones, las cuales implican, para ser eficaces, una acción conjunta tanto sobre las tasas primas, como sobre las intervenciones en los mercados de cambio, y las declaraciones apropiadas de las autoridades políticas y monetarias. Dicho de otro modo, las acciones sobre el cambio implican la concertación, difícil de realizar, entre dos extremos, los partidarios del voluntarismo y los que, ante la menor vulnerabilidad de la zona euro, adoptarían de buena gana una actitud de *desatención benévola*, al estilo de John Conna-

lly, secretario de Estado norteamericano para la Tesorería en la administración Nixon, quien afirmaba que “el dólar es nuestra moneda, y es su problema”. De esta manera pueden surgir tensiones entre los que toman las decisiones en cuanto a la elección de las políticas que se les plantean con respecto al dólar. Ahora bien, debe tener bien presente que los mercados detestan la incertidumbre.

Sea lo que fuere, el SEBC necesita reservas de cambio, para ayudar al funcionamiento del MCE II, asentar la credibilidad de la nueva moneda en los mercados y, eventualmente, disuadirlos de lanzar ataques en contra suya. Por consiguiente, debe contar con reservas de cambio movilizables en las zonas euro, las cuales ascendían, a comienzos de 1998, a 208 000 millones de euros en divisas; de ellos 39 000 millones fueron transferidos al BCE, aunque siguen inscritos, de hecho, en los libros de los BCN.<sup>19</sup>

Ante los riesgos de volatilidad de los tipos de cambio, se hacen repetidos llamamientos en favor de una coordinación internacional que puede llegar hasta la fijación de zonas meta o blanco para el euro y otras monedas. La adopción de “zonas blanco” parece irrealizable a causa de los problemas planteados, tanto por su definición operativa como por la puesta a punto de los medios susceptibles de asegurar su respeto. Los bancos centrales no son favorables a un tipo de cambio fijo que equivaldría a retirarles una parte de su margen de acción, en la medida en que se verían obligados a modificar sus tasas primas, independientemente de su objetivo final, la estabilidad de los precios, y eso con el único fin de defender la paridad de las monedas. Es por ello que, la reflexión en el marco de la “nueva arquitectura del sistema monetario internacional” se orienta, más bien, hacia el fortalecimiento de la cooperación entre los principales bloques monetarios (dólar, euro, yen) en el seno del sistema monetario internacional. Es precisamente en el marco de estas estrategias cooperativas, donde los bancos centrales independientes deben ejercer un papel esencial en un universo financiero globalizado, donde la distinción entre política monetaria interna y política monetaria externa se vuelve carente de significación.

El SEBC tiene estatuto de banco central: se beneficia ampliamente de la experiencia adquirida por los bancos nacionales en el acceso al estatuto completo de banco central, situado en el centro del sistema de pagos. Ese estatuto fue el resultado de una larga evolución, y no ha sido obtenido por la ma-

<sup>18</sup> La paridad franco/euro se fijó el 31 de diciembre de 1998 en 1 euro = 6.55957, lo que equivale a 1 euro = 655.957 francos CFA.

<sup>19</sup> Las reservas transferidas al BCE, a contar del 1º de enero de 1999, por los once BCN que pertenecen a la UEM, fueron de 39 460 millones de euros, de los cuales 15% en oro.



yoría de los bancos nacionales, más que en el período contemporáneo. Les fue preciso abandonar la clientela privada. Los lazos que los ataban al Estado han sido desanudados cuando éste les otorgó la independencia: dejaron de consentir en las licitaciones y han asumido la responsabilidad de dirigir la política monetaria. Al contrario, desde sus comienzos, el SEBC es independiente y puede consagrarse plenamente a la dirección de la política monetaria de la Unión Económica y Monetaria y cooperar a la instauración de una relativa estabilidad de cambios. Sus comienzos se han desarrollado en condiciones favorables: la tasa de aumento del índice de los precios al consumo armonizado (IPCH) era débil (0.9% en noviembre de 1998) y la tasa prima principal habrá sido rebajada, en diciembre de 1998, a 3%, tras la convergencia financiera que se operó entre los once países miembros de la UEM. Se trató de una tarea ardua realizada tras varios años, en el contexto de mercados agitados. Empero, desde principios de enero de 1999, el BCE tiene otra tarea igualmente delicada, la de asentar su propia credibilidad y asumir grandes responsabilidades en la economía mundial. Finalmente, aun si para muchos no hay duda de que se dan las condiciones para permitir al SEBC realizar una política más flexible de lo que podían los bancos centrales nacionales, la política monetaria no constituirá más que uno de los elementos del *policy mix* (mixtura política) y, sobre todo, no podrá sustituir las reformas estructurales necesaria en Europa continental. Japón fracasó, a la falta de esas reformas, y ello a pesar de tasas de interés muy bajas, mientras que el Sistema Federal de Reserva ha podido conducir con timón hábil la política monetaria, a causa de las reformas estructurales que han acrecentado la capacidad de innovación de la economía norteamericana.

### Referencias bibliográficas

- Aglietta, Michel, *Genèse des banques centrales et légitimité de la monnaie*, Anales ESC, mayo-junio de 1992.
- Banco Central Europeo, *Boletín mensual*.
- Banco Central Europeo, *La politique monétaire unique en phase III*, septiembre de 1998.

- Banco de Francia, *Bulletin de la Banque de France*.
- Banco de Francia, *La politique monétaire a l'heure des marchés de capitaux*, 1998.
- Banco de Francia, *La politique monétaire du Système européen de banques centrales – Instrument et procédures*, diciembre de 1998 (Note d'information, nº 112).
- Banco de Francia, *Rapports*, dirigidos al presidente de la República y al Parlamento, por el gobernador Jean-Claude Trichet.
- Barro, R., *Inflation and Economic Growth*, NBER, octubre de 1995 (NBER, nº 5326).
- Barro, R., y D. Gordon, "Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy", *Journal of Monetary Economics*, julio de 1983.
- Bassoni, M., y A. Cartapanis, "Autonomie des banques centrales et performances macroéconomiques, un réexamen", *Revue économique*, marzo de 1995.
- Blinder, *Central Banking in Theory and Practice*, Marshall Lecture Cambridge, el Reino Unido, mayo de 1995.
- Boissieu, Christian de, "Monnaie et économie", *Economica*, 1998.
- Cecchetti, S., *Inflation Indicators and Inflation Policy*, NBER, 6 de junio de 1995 (NBER, nº 51621).
- Chaîneau, A., *Mécanisme et politique monétaire*, PUF, París, 1996.
- Dwyer, "Rules and Discretion in Monetary Policy", *Revue de la Banque de réserve fédérale de Saint-Louis*, mayo-junio de 1993.
- Estrella, A., y F. Mishkin, *Is There a Role for Monetary Aggregates in the Conduct of Monetary Policy?*, NBER, noviembre de 1996 (Working Paper).
- Flouzat, Denise, *L'euro*, Les Éditions, Milan, 1998.
- Friedman B. M., y F. Hahn, *Handbook in Monetary Economics*, North-Holland, Amsterdam, 1990.
- Hardy, D., *How often should a Central Bank Intervene?*, FMI, febrero de 1997 (Working Paper, 97/24).
- Instituto Monetario Europeo, *Rapport annuel*.
- Instituto Monetario Europeo, *Rapport sur la convergence*, marzo de 1998.
- OCDE *Perspectives économiques*, nº 64, 1998.
- Saint-Marc, M., y Beckerman, *L'euro, Que sais-je?*, PUF, 1999.
- Taylor, J. B., *Discretion Versus Policy Rules in Practice*, Cernegies-Rochester, 1993 (Conferences Series in Public Policy, nº 39).

# Sistemas de pagos electrónicos y eficiencia financiera y monetaria\*

Renato R. González Disla

## I. La función y evolución del dinero

El dinero es considerado un bien multifuncional en las economías, por su uso como medio de pagos y de intercambio, depósito de valor, patrón de cuentas y pagos diferidos. Este representa un valor social usado como unidad de medida del precio para el intercambio de los bienes y servicios comercializables. Los economistas hablan de los tres motivos identificados por Keynes que poseen los agentes económicos para tener dinero: *i*) para realizar transacciones de pagos, *ii*) como precaución ante contingencias, y *iii*) para especulación frente a la incertidumbre sobre el valor monetario de otros activos.

Además de estas funciones, modernamente el dinero es considerado como un bien de alto contenido de información, pues su flujo está ligado en forma intrínseca a la dinámica del ciclo económico y financiero. Siguiendo el flujo monetario en una economía podemos obtener las informaciones que explican el comportamiento de las variables económicas fundamentales como el precio, la oferta y demanda de bienes y servicios, el producto interno bruto y su estructura sectorial, las balanzas de pagos, el crédito, la estructura de los mercados de capitales y valores, etc. La velocidad de circulación del dinero contribuye a la eficiencia de la producción, consumo y distribución de los bienes y servicios y a la efectividad con que los recursos, mediante el ahorro y el crédito, se asignan en la sociedad.

La evolución histórica del dinero como medio de pagos está marcada por la búsqueda social y

económica de mecanismos eficientes de intermediación para el intercambio de bienes y servicios en la economía. Esta se inicia con el trueque, pues al no existir un patrón estándar de medida del valor en los mercados, los agentes económicos recurrieron al intercambio directo. Este mecanismo era no eficiente, puesto que para que dos agentes pudiesen realizar el intercambio se requería de la doble coincidencia de necesidades en el tiempo y en el espacio. Para resolver este problema, el próximo paso fue la selección de uno o varios de los bienes tangibles para ser usados como patrón de cambio, denominado dinero mercancía, los cuales poseen un valor propio o “*commodity*”, tales como los metales preciosos.

Posteriormente nacieron los medios de cambio de aceptación y fe pública como las monedas, billetes y cheques, llamados dinero fiduciario por el respaldo que le provee un organismo emisor (banco central y bancos comerciales). Estos medios de pagos físicos contienen mecanismos de protección y seguridad para minimizar el riesgo de falsificación o reproducción ilícita (señales microimpresas, señales de agua, hologramas, bandas magnéticas, etc.), lo que le permite ser usado como medio circulante oficial en la economía. Más modernamente se han usado las tarjetas de crédito y débito, denominadas dinero plástico, como medio de pagos generalizado.

En nuestra era digital el dinero se ha convertido en un componente intangible, donde el valor e información se representan en un pulso electrónico, almacenado en un mecanismo digital transferible y transportable, que se ha denominado *dinero electrónico (e-money)*. Este medio posee protección y seguridad lógica debido a las técnicas criptográficas y firmas digitales, por lo que puede ser tratado como un bien de información, que se transfiere de un agente a otro, a la velocidad de las señales eléctricas.

\* Publica el CEMLA, con la debida autorización, el presente artículo de R. R. González Disla, asesor de informática, del Banco Central de la República Dominicana (BCRD). El autor agradece al Departamento de Programación Monetaria del BCRD, en especial a Ana Beatriz Rodríguez, así como a Héctor Guiliani por sus acertadas observaciones.

cas por las redes informáticas del comercio y la banca electrónica, con bajo riesgo de alteración o falsificación. Estas sirven a los agentes económicos para la realización de las transacciones comerciales y financieras en línea, dentro del territorio nacional o fuera del mismo, durante las 24 horas del día. Esta característica altera el concepto de espacio, tiempo y localización, contribuyendo a la globalización de los mercados financieros y a la aceleración del intercambio comercial entre los países, derribando en términos virtuales las barreras de comercio.

Estas innovaciones tecnológicas, tienen el potencial de poner a prueba el papel predominante del dinero efectivo y el cheque en su función de pagos y hacen que las transacciones, tanto al por menor como al por mayor, se realicen en forma más fácil, barata y eficiente para los consumidores y comerciantes. En este sentido, los sistemas electrónicos de pagos afectan los indicadores financieros y monetarios, debido a las implicaciones directas que tienen en la expansión monetaria, el crédito, el señoreaje, los agregados monetarios, la velocidad de circulación del dinero y el control de las transferencias internacionales de fondos. Además, de que ejercen un efecto directo en los intereses generales que tradicionalmente tienen los bancos centrales en los sistemas de pagos a los fines del control monetario. Este interés se torna crítico hoy en día, en tanto que el dinero como bien de información se hace más eludible y su flujo menos controlable, debido a su carácter intangible, a diferencia del efectivo o dinero físico.

## II. Los sistemas de pagos electrónicos

Los sistemas de pagos se refieren a los acuerdos establecidos por los individuos y las instituciones para transferir valores, representados en medios de pagos, para satisfacer las obligaciones que surgen de las transacciones comerciales y financieras. Estos sistemas usan las infraestructuras de comunicaciones y la tecnología de la información para sus procesos de registro, almacenamiento, transmisión y compensación.

Dentro de esta categoría podemos nombrar las redes de transferencias electrónicas de fondos (EFT), las redes de compensación automática de pagos (ACH), las redes de las bolsas de valores (ECN) y las redes de banca electrónica y cajeros automáticos (ATM). Las mismas están reguladas por organismos monetarios y de supervisión financiera en los diferentes países, bajo reglas y procedimientos técnicos y legales.

Toda transacción de pagos tiene asociada un

flujo de información entre los agentes envueltos y las entidades financieras originaria y receptora y un flujo de fondos a través del movimiento de los balances de las cuentas en dichas entidades, donde los agentes poseen sus reservas. El flujo de información contiene los datos de compra y venta de bienes, servicios y valores financieros. En el caso de los bienes físicos, la distribución de estos se realiza en forma paralela a la transacción usando los mecanismos tradicionales de distribución del comercio. En el caso de los valores financieros y bienes de información, modernamente están contenidos en el flujo de información enviado a través de las redes informáticas, debido a los avances en las tecnologías digitales, la desmaterialización de documentos y el comercio electrónico.

Los flujos monetarios de pagos se han clasificado en bajo y alto valor, dependiendo del tipo de transacción que representan y los montos envueltos. Los primeros están asociados a las transacciones de compras al detalle y los segundos a las de compras al por mayor, que incluye las transferencias de fondos de capitales e interbancarias, que generalmente se realizan en tiempo real, es decir afectando en forma inmediata los balances de las cuentas envueltas (débito y crédito). En forma diferente las de bajo valor pueden realizarse "off line", es decir, que los balances de cuentas del lado emisor y receptor se afectan con posterioridad al flujo de información. Este es el caso de los pagos con cheques y otros medios tradicionales, que en la mayoría de los países desarrollados son de un promedio de 100 dólares.

Según las estadísticas de la Reserva Federal de Estados Unidos para 1996, en ese país se emitieron aproximadamente 64 billones de cheques por un valor total de 75 trillones de dólares. De los mismos, el sistema de cámara de compensación (*clearing house*) de la Reserva Federal (FEDWIRE) procesó 16 billones, es decir el 25%. El restante 75% fue procesado por los sistemas privados de compensación de pagos, NACHA y CHIPS. Las transferencias electrónicas interbancarias e institucionales realizadas por los sistemas ECN, usados para las transacciones de valores en los mercados de capitales (Wall Street, Nasdaq, etc.), durante el mismo período ascendieron a 136 millones equivalentes a un valor de 581 trillones de dólares.

El cuadro 1 muestra las estadísticas del volumen total de transacciones de cheques para los países del G-10 entre 1994 y 1998. Como se puede observar el país de más alto uso del cheque es Estados Unidos con un 70% de sus transacciones en el 1998, debido a que en ese país la cultura del cheque está muy arraigada en la población para pagos al por menor. Al mismo le siguen Francia, Canadá,

Cuadro 1

PAÍSES DEL G-10: ESTADÍSTICAS DE INSTRUMENTOS DE PAGOS, EN PORCENTAJE DEL TOTAL, DE TRANSACCIONES DE CHEQUES, 1994-98<sup>a</sup>

Año	Países											Promedio	T. C.
	Bélgica	Canadá	Francia	Alemania	Italia	Japón	Holanda	Suecia	Suiza	RU	EUA		
1994	11.70	58.70	47.40	7.90	34.90	n.a	8.50		2.60	40.20	77.60	32.00	
1995	10.60	52.10	45.60	7.00	33.70	n.a	5.80		2.00	36.70	75.90	30.00	-7.00
1996	9.40	45.40	43.60	6.40	31.40	n.a	4.10		1.60	33.10	74.20	28.00	-8.00
1997	8.00	39.40	43.00	5.70	28.80	n.a	2.90	2.00	1.30	30.50	72.20	23.00	-16.00
1998	8.00	34.60	40.70	4.80	27.20	n.a	1.90	0.30	1.00	28.10	70.00	22.00	-8.00

<sup>a</sup> Basado en el *Informe*, del Banco de Pagos Internacionales, 1999.

el Reino Unido e Italia. No obstante, se puede observar que la tasa del uso del cheque en estos países va en declinación pese al crecimiento de estas economías. Por otra parte Suecia es el país de más bajo uso de este instrumento de pagos con solamente un 0.3%, seguido por Suiza (1%), Holanda (1.9%), Alemania (4.8%) y Bélgica (7.0), lo cual explica un alto uso de los medios electrónicos de pagos (tarjetas de crédito y débito, ATM, POS y EFT).

El cuadro 2 muestra el porcentaje de los montos totales de las transacciones de cheques. Estados Unidos posee sólo un 10.2%, los cuales en su mayoría son pagos de bajo valor, el resto de pagos (89.8%) es de alto valor y se realizan por los medios electrónicos de pagos. Países como Suiza, Suecia, Holanda y Alemania realizan en su totalidad los pagos de alto valor por estos medios electrónicos y un porcentaje muy bajo de valores de pagos al por menor por medio del cheque. Sorprendentemente, Canadá posee el nivel más elevado de pagos por medio de cheques para el alto y bajo valor (96.5 por ciento).

### III. Las redes de compensación de pagos

Una red de compensación de pagos electrónicos (ACH) es un sistema de transferencia de fondos electrónicos (EFT) de alta eficiencia y confiabilidad que actúa en el ámbito nacional y está regido por *reglas de operación*, provistas por un organismo regulador oficial o privado, para que los pagos y transacciones de crédito y débito interbancarios y las compensaciones correspondientes, entre instituciones y personas se realicen en forma efectiva.

Los componentes de una red ACH son (ver gráfica I):

- *Originario*: cualquier individuo, corporación u otra entidad que inicia la entrada en el sistema ACH de acuerdo a un arreglo con un receptor, para realizar una transacción financiera o comercial, la cual puede ser un pago a tercero para aplicar un débito a su cuenta en la institución financiera del originario (ODFI) y acreditar una cuenta del receptor en otra entidad financiera.

Cuadro 2

PAÍSES DEL G-10: ESTADÍSTICAS DE INSTRUMENTOS DE PAGOS, EN PORCENTAJE DE LOS MONTOS TOTALES, DE TRANSACCIONES DE CHEQUES, 1994-98<sup>a</sup>

Año	Países											Promedio	T. C.
	Bélgica	Canadá	Francia	Alemania	Italia	Japón	Holanda	Suecia	Suiza	RU	EUA		
1994	3.80	98.80	4.40	2.30	4.50	n.a.	0.10	n.a.	0.10	7.60	12.10	15.00	
1995	3.30	98.20	4.70	2.10	4.40	n.a.	0.10	n.a.	0.10	5.30	11.90	14.00	-3.00
1996	3.00	97.30	4.80	1.80	3.70	n.a.	0.00	n.a.	0.10	4.90	11.20	14.00	-3.00
1997	2.90	97.00	4.40	1.60	3.30	n.a.	0.00	n.a.	neg.	4.20	10.50	15.00	10.00
1998	3.20	96.50	2.60	1.40	2.80	n.a.	0.00	0.10	neg.	3.70	10.20	13.00	-14.00

<sup>a</sup> Basado en el *Informe*, del Banco de Pagos Internacionales, 1999.

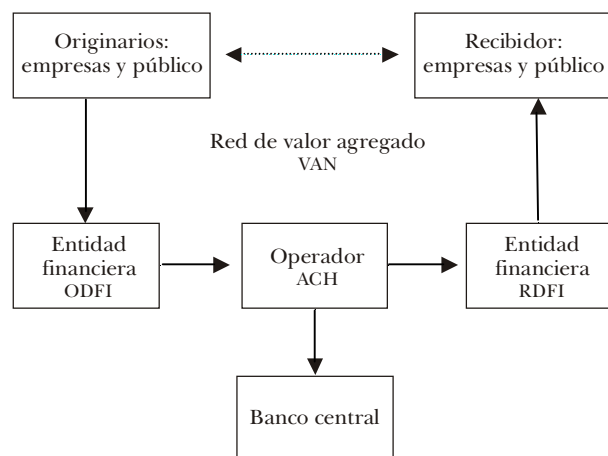
- *Institución financiera originaria de depósitos (ODFI)*: una institución financiera participante que origina la entrada de ACH requerida por el cliente con el cual existe un acuerdo de servicio. A la cuenta de origen se le aplica un débito o crédito dependiendo del tipo de transacción y la entidad emite a través de un operador ACH la autorización de crédito o débito de la cuenta receptora en otra entidad.
- *Operador ACH*: institución que provee el servicio de red informática que sirve como medio de enlace, transporte de información y compensación de valores entre los participantes, regulada por normas de operación oficiales. Esta entidad recibe las transacciones de transferencias de fondos interbancarios de las ODFI, las distribuye entre las instituciones receptoras (RDFI) y realiza la compensación de los créditos y débitos múltiples que se emiten entre sí, registrando y transmitiendo en forma periódica los balances compensados de estas entidades a un organismo monetario oficial (banco central), donde existe una cuenta de reserva por entidad para estos fines, además de los fondos del sector para mitigar los riesgos de liquidez y de crédito. A este proceso se le denomina liquidación neta.
- *Institución financiera recibidora de depósitos (RDFI)*: cualquier institución financiera calificada para recibir entradas a cuentas de un operador ACH, de acuerdo a las normas oficiales establecidas y proceder a aplicar un crédito o débito en la cuenta del receptor.
- *Receptor*: un individuo o institución que ha autorizado a un originario para iniciar una transac-

ción de entrada de crédito o débito sobre una cuenta mantenida en un RDFI.

Una red ACH promueve el uso de diferentes medios de pagos y compensación, además de otras facilidades de transferencias electrónicas de información, tales como:

- Sistemas para permitir la captura de cheques, tarjetas de crédito y débito y otros medios de pagos y convertirlos en elementos electrónicos desde los puntos de ventas (POS) de los negocios y estaciones terminales del público, a través del uso de tecnología de código de barras y lectores ópticos, para agilizar su proceso.
- Transferencias de débito, tales como las nominas electrónicas, mediante las cuales en forma periódica se acreditan las cuentas que los empleados de una empresa poseen (recibidores) en una entidad financiera RDFI y aplica un débito a la cuenta de la empresa (originaria) mantenida en una entidad financiera u ODFI. Estos fondos serán posteriormente usados por medio de tarjetas de débito en puntos de ventas (POS), cajeros automáticos (ATM) y para pagos directos al consumo.
- Débitos directos, tales como el pago de facturas y ordenes de compras a las empresas por parte de los consumidores, mediante transferencias de fondos, cheques electrónicos y dinero electrónico efectivo (*e-cash*), lo cual contribuye a disminuir el uso del cheque. Las empresas de servicios como las telefónicas, cables TV y electricidad que emiten facturas masivas, enviarían estos volúmenes de transacciones al operador ACH quien se encarga de transferirlos a las cuentas de los clientes en los diferentes bancos (RDFI) para aplicar débitos por concepto de pagos.

**GRÁFICA I. PARTICIPANTES EN LA COMPENSACIÓN ELECTRÓNICA DE PAGOS (ACH)**



- Desarrollo de mercados de dinero y divisas, mercado de valores y préstamos interbancarios, como mecanismos usados por las entidades monetarias (bancos centrales y bancos comerciales) y el mercado financiero primario y secundario.
- Desarrollo de normas y convenciones para el uso de productos de intercambio electrónico de datos o “*Electronic Data Interchange (EDI)*” para el comercio electrónico o *E-commerce* por Internet, tales como conexión con sistemas de abastecimiento de productos y cadenas de distribución de negocios y empresas de manufactura (*procurement systems*).

#### IV. Redes ACH, costos de transacciones y eficiencia monetaria y financiera

Uno de los componentes más importantes de los costos operativos en la banca es el costo de transacción del dinero (registro del pago, captación del efectivo, transferencia del fondo, emisión de efectos, registro histórico, etc.). Las redes ACH contribuyen tremendamente a abaratar este costo, puesto que evitan que las instancias envueltas (bancos, empresas y público) tengan que realizar acuerdos bilaterales de procesos y reducen significativamente la intervención manual no eficiente. En términos competitivos, la disminución de costos de transacción se traducirá en una disminución de la tasa de interés y una mejoría en el servicio al cliente.

El costo de oportunidad del cliente, consiste del tiempo que este invierte en realizar una transacción y del lapso de tiempo transcurrido en lo que el banco le dispone el saldo después de que un tercero le realiza un pago, lo cual le provee de efectivo para realizar otras transacciones. Este costo se mide en términos de lo que percibiría si emplease estos recursos en una actividad productiva alternativa. La reducción de este tiempo contribuye a estimular los depósitos (mayor liquidez bancaria), aumentar la velocidad del dinero, disminuir la necesidad de dinero físico (que es un costo del banco central) y a reducir por ende el volumen flotante en el sistema monetario.

Ante los avances tecnológicos experimentados hoy en día en los medios y sistemas de pagos electrónicos y las innovaciones financieras, muchos países han redefinido el concepto de velocidad de circulación del dinero, denominado también velocidad-renta del dinero. Esta medida expresa el número de veces que la cantidad de dinero se mueve al año para financiar el flujo anual de la renta, es decir, la cantidad de bienes y servicios que se transan en la economía con una unidad monetaria. Este indicador se calcula dividiendo el producto interno bruto entre el agregado monetario o cantidad de dinero en la economía ( $PIB/M$ ). Si se usase el  $M_1$ , que representa el dinero en manos del público más los depósitos a la vista, se está asumiendo que estos en su totalidad son usados para motivos de transacciones y que los valores en cuentas de ahorro y depósitos a plazo en su totalidad se usan para motivo precaución, no de transacción. En el día de hoy el concepto de activo líquido ha ido cambiando como consecuencia del uso generalizado del dinero plástico y del dinero electrónico, que pueden afectar tanto las cuentas corrientes como las de ahorro en las transacciones de pagos. Estudios realizados en Estados Unidos por la Reserva Federal han demostrado que la demanda del

agregado monetario  $M_2$  ( $M_1$  más depósitos de cuentas de ahorro y a plazos) ha mostrado más estabilidad que la demanda de  $M_1$ .

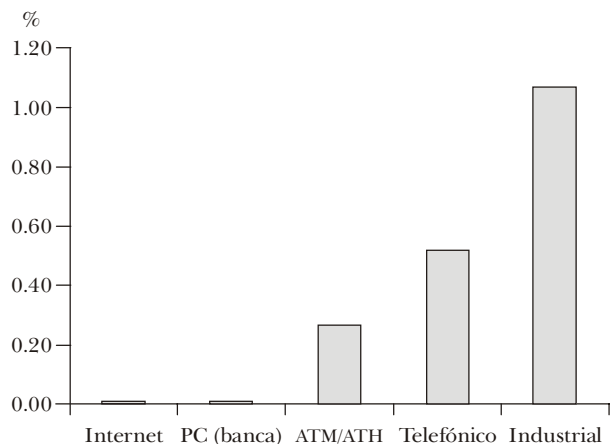
La velocidad de circulación del dinero está siendo sustituida por la velocidad de transacción, que mide la cantidad de pagos de bienes y servicios que se realizan con una unidad monetaria a través de los diferentes medios de pagos (dinero efectivo, cheques, tarjetas de débito y crédito, transferencias de fondos, etc.) dentro de un período dado. Esta medida refleja el dinamismo del ciclo económico y financiero de un país, que envuelve la producción, inventario, distribución, compra y venta de dichos bienes y servicios; y además comprende el ahorro, el crédito y la inversión con su consecuente expansión monetaria. Muchos países usan la cantidad de veces que se mueve el PIB a través de los medios de pagos durante un año como una medida adicional del desempeño económico.

El dinero flotante es el volumen monetario no compensado, que durante un período de tiempo dado existe en una economía, producido por la dilación en afectar contablemente (aplicar el débito y el crédito) los balances de las cuentas emisoras y receptoras, que intervienen en una transferencia de fondos o un depósito de cheque, por lo que se altera en forma ficticia el agregado monetario  $M_1$  u oferta monetaria y por ende el multiplicador monetario (oferta monetaria entre base monetaria). Este proceso mientras más ágil sea, permitirá al público disponer en forma más rápida de los saldos para la realización de otras transacciones, y el  $M_1$  y el multiplicador monetario tenderán a su valor real.

Las ACH como mecanismos automáticos para pagos e inversiones financieras, usados por los negocios y el público, han contribuido a disminuir en términos relativos el uso del cheque, cuyo volumen se ha mantenido estable, pese al crecimiento extraordinario que en los últimos tiempos ha tenido la economía norteamericana. En esa gran economía, se estima que el costo de transacción promedio de un cheque es de 1.05 dólares, mientras que las transacciones electrónicas para los mismos propósitos son de apenas 0.25 dólares (ver gráfica II). Para el nuevo milenio se espera un gran incremento de transacciones en las redes ACH debido a la promulgación del "Debt Collection Improvement Act", que obliga al gobierno de Estados Unidos a realizar la gran mayoría de sus pagos en forma electrónica en vez de hacerlo por medio de cheques.

En la República Dominicana no existe una red ACH para compensación de pagos electrónicos en línea u "on line". Existe la compensación de pagos de cheques, que es administrada por el banco central en cinco localidades del país en modalidad "off

**GRÁFICA II. COSTOS TRANSACCIONALES PROMEDIO POR DIFERENTES MEDIOS BANCARIOS EN ESTADOS UNIDOS**



FUENTE: *The Emerging Digital Economy II*, Departamento de Comercio de Estados Unidos, junio de 1999.

line". Los bancos comerciales del sistema se reúnen diariamente para hacer el intercambio de los cheques que se emiten entre ellos, previo a afectar las cuentas corrientes de los clientes y afectar los balances de las cuentas mantenidas por cada banco por concepto de compensación en el banco central.

Las redes de cajeros automáticos y puntos de ventas (ATM) actúan como sistemas de compensación para transacciones de tarjetas de débitos a cuentas corrientes y de ahorros, realizadas desde cajeros y puntos de ventas de otro banco distinto al emisor del plástico, en la red de los bancos afiliados. En nuestro país existen dos entidades operadoras de ATM (ATH Dominicana y Bancrédito), que afilian la totalidad de los quince bancos del sistema. Desde el 1996 se ha ido incrementando el número de transacciones realizadas por estas redes, lo que ha quitado presión al uso del cheque como medio de pagos al por menor.

En el cuadro 3 se muestran las estadísticas de pagos en República Dominicana con cheques y con tarjetas de débito, donde el número de cheques emitidos se ha mantenido relativamente estable desde 1996. Es decir, 56 millones de cheques promedio emitidos, de los cuales 26 millones promedio se intercambian en la cámara de compensación. Además, se muestra como la velocidad de los depósitos se ha incrementando, en consonancia con el crecimiento económico de los últimos cinco años y con el consecuente incremento de los valores monetarios. La misma se usa como medida que estima la velocidad de transacción (6.66 para el 1999) y se calcula dividiendo el valor de los cheques pagados por los bancos comerciales entre el total de depósitos a la vista, que es un componente del agregado monetario  $M_1$ .

El referido indicador de velocidad de depósitos no incluye la proporción de depósitos de cuentas corriente y de ahorros que se mueven con las tarjetas de débito ATM, ni los pagos con tarjetas de crédito, que se estiman para 1999 en 15 millones de transacciones equivalentes a 3 580 millones de pesos. Si se incluyesen podrían aumentar el valor del estimador de velocidad de transacción del dinero. Estos pertenecen al agregado monetario  $M_2$  u oferta monetaria ampliada, el cual se ha incrementado en proporción similar al producto interno bruto.

La cámara de compensación de cheques dominicana procesa un promedio de 105 mil cheques diarios, equivalentes a 2 443 millones de pesos. Si se asume un período promedio de cinco días laborables de compensación por cheque (25% del ciclo de negocios mensual), se tiene una masa monetaria flotante de 12 215 millones de pesos, que representa el 13.56% del  $M_2$  y el 34.5% del  $M_1$ . Estos porcentajes reflejan la influencia del dinero flotante en la liquidez del sistema monetario, lo cual contribuye a la ineficacia monetaria, a

**Cuadro 3**

REPÚBLICA DOMINICANA: ESTADÍSTICAS DE MEDIOS DE PAGOS, 1996-99<sup>a</sup>

Año	Total de cheques		Cheques de cámara		Transacciones ATM y POS <sup>b</sup>			Oferta monetaria ( $M_2$ ) (miles de millones de pesos)
	Cheques (millones)	Valor (miles de millones de pesos)	Cheques (millones)	Valor (miles de millones de pesos)	Transac. (millones)	Valor (miles de millones de pesos)	Velocidad de depósitos (unidades)	
1996	56.00	860.07	23.19	368.73	5.60	3.77	4.70	50.64
1997	56.40	1032.56	25.72	450.62	10.50	4.52	5.80	62.66
1998	55.36	1192.16	26.07	527.34	16.80	7.11	6.33	72.63
1999	56.90	1395.97	26.65	623.02	23.60	9.72	6.66	90.12

<sup>a</sup> Basado en el *Informe de la Economía Dominicana*, del BCRD, febrero de 2000. <sup>b</sup> Estadísticas de ATH Dominicana y Bancrédito.

elevar los costos operativos bancarios, el costo del dinero, el costo de oportunidad de los agentes económicos, y desde luego dilata el ciclo de negocios, pues reduce la posibilidad de realización de transacciones en la economía en igual proporción.

En nuestro país el sector financiero está compelido a la creación de un sistema ACH, que además de contribuir a optimizar los indicadores monetarios, contribuya a modernizar la economía y los servicios bancarios y financieros y nos facilite la integración de nuestros mercados a los mercados globales a través del comercio electrónico (*E-commerce*). Para su implementación efectiva, además de los requerimientos tecnológicos y de proyecto, se requiere de la modificación de la plataforma legal de comercio y la ley de cheques, para que reconozca la desmaterialización de documentos y las firmas digitales como figuras jurídicas. Por otra parte se requiere de un procedimiento de regulación que rijan la relación entre las entidades envueltas en el esquema ACH y las autoridades monetarias y supervisoras bancarias, Superintendencia de Bancos y Banco Central de la República Dominicana.

## **Bibliografía**

- ATH Dominicana, *NoticiATH*, febrero de 2000.
- Baird, María, *The Payment System and the Role of Federal Reserve*, Banco Federal de Reserva de Nueva York, 27 de mayo de 1997.
- Banco Central de la República Dominicana, *Informe de la economía dominicana, enero-diciembre de 1999*, febrero de 2000.
- Banco de Pagos Internacionales, *Implication for Central Banks of the Development of Electronic Money*, Basilea, octubre de 1996.
- Estados Unidos, Departamento de Comercio, *The Emerging Digital Economy II*, junio de 1999.
- Guttmann, Robert, y M. E. Sharpe, *How Credit-Money Shape de Economy*, N. Y., 1994.
- Hamilton, Scott, *E-Commerce for the 21st Century*, IEEE Computer, mayo de 1997.
- SET Secure Electronic Transaction Specification, VISA, MasterCard, libro 1, Business Description, version 1.0, mayo de 1997.
- Ter Maat, Mike, *The Economics of E-cash*, IEEE Spectrum, febrero de 1997.
- The National Automated Clearing House Association (NACHA)*, Internet, 13 de junio de 1997.



# Actividades del CEMLA durante abril-mayo de 2000

<i>Actividad</i>	<i>Instituciones copatrocinadoras Lugar y fecha</i>
<i>Cursos</i>	
Sistemas de pagos	Banco Central de la República Dominicana Santo Domingo, 10 – 14 de abril
Valuación y evaluación de activos y entidades financieras	Superintendencia de bancos y empresas financieras, de Paraguay Asunción, 10 – 14 de abril
Central banking	Banco Central del Caribe Oriental San Kitts, 10 – 14 de abril
Matemáticas financieras	Banco Central de Cuba La Habana, 24 – 28 de abril
Comercio exterior y operaciones de cambio	Superintendencia de bancos y empresas financieras, de Paraguay Asunción, 15 – 19 de mayo
Innovaciones financieras	Banco Central de Cuba La Habana, 22 – 26 de mayo
Introduction to the study of subsystems and internal control system of insurance companies	Banco Central de Surinam Paramaribo, 29 de mayo – 2 de junio
Sistema de pagos electrónico	Banco Central de Bolivia La Paz, 29 de mayo – 2 de junio
<i>Reuniones</i>	
LXX Reunión de Gobernadores de bancos centrales de América Latina y España	Banco de México México, D. F., 18 de mayo

Reunión de la Junta de Gobierno del CEMLA	Banco de México	México, D. F., 18 de mayo
XXXVII Reunión de gobernadores de bancos centrales del Continente Americano	Banco de México	México, D. F., 19 de mayo
Asamblea extraordinaria del CEMLA	Banco de México	México, D. F., 19 de mayo

#### *Seminarios*

Análisis de riesgo	Instituto de Estabilidad Financiera, del Banco de Pagos Internacionales	México, D. F., 3 – 7 de abril
The contribution of payment systems to financial stability	Comité de Sistemas de Pagos y Liquidaciones, del Banco de Pagos Internacionales	México, D. F., 15 – 16 de mayo
Promoviendo la estabilidad financiera	Banco de Pagos Internacionales	México, D. F., 22 – 26 de mayo

#### *Intercambio de funcionarios*

Visita al Banco de México de funcionarios, del Banco Central de Nicaragua, para conocer experiencias sobre el cálculo del nuevo índice de precios al consumidor	Banco de México	México, D. F., 22 – 26 de mayo
---	-----------------	--------------------------------

#### *Asistencia técnica*

Auditoría integral, auditoría de sistemas y sistemas aplicados a la auditoría	Banco Central de Cuba	La Habana, 9 – 13 de mayo
Elaboración de encuesta sobre sistema de pagos en Bolivia	Banco Central de Bolivia	La Paz, 22 – 27 de mayo
Desarrollo interno del concepto de auditoría de gestión	Banco Central de Venezuela	Caracas, 29 de mayo – 9 de junio



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: 12.00 dólares (América Latina y el Caribe: 8.00 dólares; estudiantes y maestros: 6.00 dólares).*

*Suscripciones y pedidos:*

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

*Teléfono: (525) 533-03-00, ext.: 255  
Telefax: (525) 525-44-32  
Internet: <http://www.cemla.org>*

## MIEMBROS DEL CEMLA

### ASOCIADOS

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

### COLABORADORES

#### *Bancos centrales*

Deutsche Bundesbank (Alemania)	Banca d'Italia
Bank of Canada	Bank of Japan
Banco de España	Bangko Sentral ng Pilipinas
Federal Reserve System (Estados Unidos)	Banco de Portugal
Banque de France	

#### *Otras instituciones*

Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras (Bolivia)	Superintendencia de Bancos (República Dominicana)
Superintendencia del Sistema Financiero (El Salvador)	Banco Centroamericano de Integración Económica
Comisión Nacional de Bancos y Seguros (Honduras)	Banco Latinoamericano de Exportaciones, S. A.
Superintendencia de Bancos (Panamá)	Fondo Latinoamericano de Reservas