

CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS

BOLETÍN

VOLUMEN XLVI, NÚMERO 4

JULIO-AGOSTO 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

- 153 **Palabras del presidente Ernesto Zedillo durante la ceremonia de inauguración de las reuniones de gobernadores de bancos centrales**
- 156 **Palabras de Guillermo Ortiz en la sesión inaugural de las reuniones de gobernadores de bancos centrales**
- 158 **Implementación de la política monetaria en Chile**
Carlos Massad
- 163 **Manejo y prevención de crisis bancarias: el papel del banco central**
Audrey E. Anderson
- 170 **La crisis financiera del Paraguay**
Washington Ashwell
- 175 **El papel de las reservas internacionales**
Germán Suárez Chávez
- 181 **Metas de inflación**
Edward M. Gramlich
- 188 **El euro a los quince meses**
Jean-Claude Trichet
- 193 **Autoridades de los bancos centrales latinoamericanos y otras instituciones miembros del CEMLA**
- 198 **Actividades del CEMLA durante junio-julio de 2000**

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

VOLUMEN XLVI

NÚMERO 4

JULIO-AGOSTO DE 2000

Palabras del presidente Ernesto Zedillo durante la ceremonia de inauguración de las reuniones de gobernadores de bancos centrales*

Muy distinguidos señores y señoras vicegobernadores y gobernadores de los bancos centrales de América y de España;

Muy apreciables funcionarios de organismos multilaterales que participan en estas reuniones;

Señor director general del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, don Sergio Ghigliazza;

Señor gobernador del Banco de México, don Guillermo Ortiz;

Señoras y señores:

Antes que nada, quiero expresar el enorme gusto del Gobierno mexicano porque nuestro país sea sede de estas importantes reuniones de banqueros centrales de nuestra América y también de España.

Quiero expresar que la oportunidad de esta reunión es muy apropiada ahora que, como lo señalaba el señor gobernador del Banco de México, nuestra región, en particular América Latina, tiene ante sí la posibilidad de iniciar o reiniciar una etapa de crecimiento con gran vigor y también con estabilidad financiera y de precios.

Esto, después de las dificultades que enfrentaron nuestras economías en años anteriores, esencialmente por causa de fenómenos ajenos a nuestro control, como fue la crisis financiera y económica en los países asiáticos, los acontecimientos en Rusia, la gran volatilidad en los mercados financieros y también, para el caso de algunos países lati-

noamericanos, la caída tan brutal que sufrieron algunos productos básicos.

En la circunstancia particular de México, el caso del petróleo, así como de otros productos mineros que, ciertamente, afectaron nuestras posibilidades de crecimiento económico.

Hoy esos acontecimientos están superados.

En distinto grado, nuestras economías han debido ajustarse, y lo han hecho con razonable éxito, y hoy podemos decir que no solamente por la manera como se enfrentó esta coyuntura, sino sobre todo por el enorme esfuerzo que durante varios lustros hemos venido desplegando para reestructurar y estabilizar nuestras economías, podemos ver con una firme confianza hacia el futuro.

Prácticamente todas nuestras economías han experimentado procesos profundos de estabilización, de reestructuración que, insisto, pues nos dan bases muy firmes para poder seguir avanzando en nuestros fines nacionales de desarrollo.

Sin embargo, debemos reconocer, con toda franqueza, que si bien el camino recorrido es muy importante, subsisten retos de enorme complejidad hacia el futuro.

Debemos reconocer que, antes que nada, el alcanzar las metas de desarrollo que todos nuestros países se han propuesto, requiere una enorme perseverancia.

No me cansaré de insistir que particularmente en estas nuevas condiciones de globalización financiera, la disciplina económica resulta ser un elemento ineludible de nuestras políticas nacionales.

Si alguna vez en aquel viejo mundo de economías cerradas de flujos de capital restringidos, hubo alguna oportunidad de sostener por algún tiempo políticas fiscales irresponsables, al igual que políticas monetarias imprudentes. Hoy ya no existe ningún margen para que esas políticas puedan sostenerse durante algún tiempo.

* Publica el CEMLA, con la debida autorización, la intervención de Ernesto Zedillo, presidente de la República Mexicana, durante la ceremonia, en la que inauguró la XXXVII Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales del Continente Americanos y la LXX Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales de América Latina y España, celebrada en la ciudad de México, D. F., el 18 de mayo de 2000.

Un rasgo que algunos ven como negativo, pero que otros vemos incluso como positivo, de la nueva globalización financiera, es que el margen de tolerancia para políticas incongruentes e irresponsables en cualquier país, son ahora inexistentes.

Mucho más pronto que tarde la persistencia de desequilibrios fiscales, monetarios, de balanza de pagos en el manejo de la deuda externa o interna, inmediatamente se traducen en procesos críticos que reclaman ajustes que, a la postre, resultan ser gravemente traumáticos para nuestras economías.

Esto significa que la responsabilidad fiscal, la responsabilidad monetaria, así como la insistencia en el cambio estructural para que nuestras economías sean cada vez más competitivas, deben ser rasgos permanentes, rasgos cotidianos en los fines, en los objetivos de nuestras políticas económicas nacionales.

Perseverar, sin duda, no es fácil, sobre todo porque después de algunos años de aplicación de estas políticas económicas de ajustes, naturalmente nuestras poblaciones reclaman beneficios concretos derivados de esos procesos de ajustes.

Sin embargo, creo que es responsabilidad de quienes tenemos influencia en la conducción de estas políticas, insistir en que la alternativa a estas políticas responsables, no son políticas que permitan una atención más rápida a los problemas sociales.

Insistir en el hecho de que precisamente cuando nuestros países se permitieron el lujo de tener políticas fiscales y monetarias irresponsables, fue entonces cuando los retrocesos sociales en nuestras naciones fueron más graves, más profundos y más injustos. Esto es claro para la experiencia mexicana.

Cuando el Estado decidió tener una presencia muy extendida en nuestra economía y en otros aspectos de la vida del país y eso trajo como consecuencia la persistencia de gravísimos desequilibrios económicos, fue entonces cuando el Estado Mexicano tuvo una menor capacidad de respuesta frente a los muy serios y complejos problemas sociales de nuestro país.

Hoy, que hemos persistido en estas políticas de responsabilidad fiscal y monetaria, políticas que nos permitieron durante mi gobierno, enfrentar primero una crisis financiera, enfrentarla con éxito y superarla en un lapso mucho más corto que lo que la mayoría de la gente pensaba, persistir en esas políticas para alcanzar un crecimiento sostenido desde 1996 que, como mencionaba el gobernador del banco central, se ha traducido en un crecimiento promedio de nuestra economía de poco más del 5% durante los últimos cinco años, políticas responsables que nos han permitido bajar progresivamente los altos niveles inflacionarios que

llegamos a sufrir en 1995, avanzar en el fortalecimiento de nuestro sistema financiero, todo eso ha ocurrido al mismo tiempo que se ha fortalecido la capacidad del Estado Mexicano para atender, de manera más eficaz, los rezagos y los problemas de nuestro país.

No es una paradoja ni es un resultado accidental que, precisamente coincidiendo con esta perseverancia en la aplicación de estas políticas responsables, nuestro país haya alcanzado al mismo tiempo el más alto nivel de gasto público destinado a las políticas sociales que jamás hayamos alcanzado en nuestra historia.

En las épocas en que el déficit público era enorme, en que el gasto público representaba una proporción muy apreciada del producto nacional, en esas épocas el gasto social, como proporción del gasto programable del sector público federal, era relativamente pequeño.

Hoy, en un contexto de finanzas públicas sanas, en un contexto de responsabilidad fiscal y monetaria, hemos alcanzado una proporción del gasto social, respecto al gasto programable federal, de más del 60 por ciento.

¿Esto qué quiere decir? Que no solamente no hay ninguna contradicción entre la responsabilidad económica y la aplicación de políticas activas, dirigidas, eficientes para la atención de los problemas sociales, sino que en realidad hay un círculo virtuoso.

En la medida en que se aplican políticas fiscales y monetarias responsables, se ensancha la capacidad de la economía para crecer de manera sostenida y también se fortalece la capacidad del Estado para atender aquellos aspectos que tienen que ver más y de manera más directa con el bienestar de las personas, con el bienestar de las comunidades, con el bienestar de nuestra nación.

Esta observación, que creo se repite para varios de nuestros países, es uno de los argumentos en los cuales debemos seguir insistiendo, porque no faltan detractores de estas políticas de responsabilidad económica que ofrecen como argumento el que estas políticas se contraponen al cumplimiento de las responsabilidades sociales de nuestros gobiernos.

Y hay que sostener con toda claridad que lo cierto es todo lo contrario, que si queremos tener, porque además necesitamos tener, políticas sociales ambiciosas y efectivas, que sean sostenibles en el mediano y largo plazo, razón de más entonces para tener políticas económicas de largo plazo que suponen irremediamente el sostenimiento de la disciplina.

Yo confío en que en este foro, pues habrá una deliberación muy seria, muy amplia sobre temas

que tocan a la actualidad de América Latina; que en este foro se reflexione ciertamente sobre lo que hemos avanzado en nuestros distintos países en los últimos lustros; que se recupere algo de la memoria perdida, de lo que era América Latina hasta hace pocos años.

Yo recuerdo cuando acudía como economista del banco central a reuniones no de gobernadores, por supuesto, un modesto técnico, un modesto economista y los temas recurrentes eran la inflación, la aparente imposibilidad estructural de ajustar las finanzas públicas en nuestros países y al final de cuentas lo que destilaba en esas reuniones era la enorme frustración compartida por aquellos economistas de bancos centrales acerca de las perspectivas de nuestras economías.

Hoy esa situación es muy distinta, lo ha sido a través de un gran esfuerzo. Pero si bien es cierto que hay resultados, también es cierto que el camino por recorrer es todavía un camino largo. Es un camino sinuoso, pero que, insisto, reclama antes que nada perseverancia en estas políticas.

La única amenaza, desde mi punto de vista, que enfrenta América Latina en este naciente siglo XXI para que una vez más se frustre el enorme potencial que existe en nuestros países es el que volviésemos a caer en políticas económicas irresponsables, cuyo daño ha sido clara y rotundamente acreditado en nuestros países en el pasado.

Lo que no necesita América Latina, y sería muy grave para nuestros pueblos es el volver a caer en

las políticas económicas populistas, en las políticas económicas que ignoran las inexorables, inevitables restricciones que cualquier proceso de decisión y de asignación económica tiene que enfrentar en nuestros países o en cualquier país de la tierra.

Lo más grave que le pudiera pasar a cualquiera de nuestros países es volver a caer en situaciones en que la demagogia, y no el interés colectivo de nuestras sociedades, rijan los criterios de decisión en el ámbito de la política económica.

Y en ese sentido, debates como los que pueden darse en este foro de gobernadores de banco central, estoy seguro que resultarán de gran pertinencia.

De gran pertinencia para profundizar en esas políticas y también para profundizar en argumentos que nos permitan que nuestras sociedades acepten la conveniencia de preservar en estas políticas de responsabilidad fiscal, monetaria y de cambio estructural.

Con esa confianza de que ustedes durante estos dos días habrán de llevar a cabo debates, deliberaciones; habrán de producir propuestas de gran interés para nuestros países, pues me resulta muy grato, hoy jueves 18 de mayo, declarar formalmente inauguradas esta XXXVII Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales del Continente Americano, y la LXX Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales de América Latina y España.

¡Qué tengan mucho éxito en sus trabajos y, una vez más, bienvenidos a nuestro querido México!

Palabras de Guillermo Ortiz en la sesión inaugural de las reuniones de gobernadores de bancos centrales*

Señor presidente de la República;

Colegas gobernadores de bancos centrales;

Señoras y señores:

Quisiera en primer lugar brindar a ustedes la más cordial bienvenida a la ciudad de México. También deseo agradecer la presencia del señor presidente de la República, Ernesto Zedillo, quien nos hará el honor de inaugurar nuestros trabajos.

Las reuniones de gobernadores de bancos centrales del Continente Americano, y de América Latina y España, que tienen una tradición de más de tres décadas, se han convertido en foros de discusión de fundamental importancia para nuestros países.

La presente reunión tiene un significado muy especial para el Banco de México, porque este año se cumple el 75 aniversario de su fundación. Qué mejor ocasión que ésta, con la presencia de todos ustedes y la del señor presidente de la República, distinguido ex funcionario del Banco de México, para celebrar tan señalado acontecimiento.

* *
*

Las perspectivas para las economías latinoamericanas han cambiado radicalmente desde la pasada reunión de primavera celebrada en Santiago. En aquellos días, a consecuencia de las crisis de Asia y Rusia, la región sufría los efectos de la caída de los precios de las materias primas y de una menor

* Intervención de G. Ortiz, gobernador del Banco de México, durante la sesión inaugural, de la XXXVII Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales del Continente Americano y de la LXX Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales de América Latina y España, celebrada en la ciudad de México, D. F., el 18 de mayo de 2000.

disponibilidad de capital externo. Como resultado de estos acontecimientos, el crecimiento económico promedio de la región se redujo de 3.4% en 1998 a prácticamente cero el año pasado.

Nuestras economías enfrentaron el reto planteado por la crisis financiera internacional con firmeza. La mayoría de los países de América Latina restringieron las políticas monetaria y fiscal, y reforzaron las reformas estructurales. Estas medidas, que en economías desarrolladas hubieran tenido una influencia procíclica, fueron fundamentales para restablecer la confianza y, de esa manera, reducir los efectos nocivos de la inestabilidad internacional. Una vez refrendado el compromiso de los países de la región con la estabilidad y el cambio estructural, y recuperada la confianza, hoy en día las naciones de América Latina nos encontramos mejor preparadas para beneficiarnos de un entorno externo más propicio.

Se prevé que este año la economía mundial experimente un crecimiento vigoroso, apoyado entre otros factores, en la expansión de la economía estadounidense, el fortalecimiento de la actividad económica en Europa y la recuperación en Asia. Bajo estas circunstancias, el precio de las materias primas no petroleras ha comenzado a recuperarse, habiendo aumentado en alrededor de 7% de julio de 1999 a marzo de este año. Así, el Fondo Monetario Internacional espera que el producto interno bruto de la región crezca, respectivamente, 4 y 4.7% en los años 2000 y 2001.

No obstante las favorables perspectivas, durante las últimas semanas hemos observado nuevamente una intensa volatilidad en los mercados financieros internacionales, vinculada a la incertidumbre sobre la evolución de la economía estadounidense. El rápido crecimiento de la demanda agregada en Estados Unidos ha renovado la preocupación sobre el comportamiento de la inflación en ese país, y so-

bre las posibilidades de mantener tasas elevadas de crecimiento económico. Ello ha llevado a sus autoridades monetarias a incrementar la tasa de los fondos federales en 175 puntos base de enero de 1999 a la fecha. Además, existe la expectativa en los mercados de que se registren aumentos adicionales. Esto se ha traducido en incrementos de las tasas de interés en nuestros países, mayores márgenes para las cotizaciones de nuestros bonos y fluctuaciones en los tipos de cambio. Lo anterior es una muestra más de que si bien la globalización abre para nuestras economías enormes oportunidades, también plantea retos importantes.

Ante esta situación, en los últimos años se ha debatido intensamente la necesidad de reformar la arquitectura del sistema financiero internacional. En virtud de la falta de acciones concretas que ha seguido a esta inagotable discusión, ha quedado claro que si un país quiere minimizar la probabilidad de sufrir una crisis como las registradas recientemente, debe fortalecer su economía. Ello implica perseverar en la aplicación de políticas macroeconómicas sólidas y continuar fortaleciendo aquellas áreas cuya debilidad se hizo más patente como resultado del difícil entorno externo durante 1997 y 1998. Estas incluyen a los sistemas financieros, al manejo de las políticas de endeudamiento público y privado para evitar la concentración de amortizaciones, y a la adopción de regímenes cambiarios coherentes. Además, debido a la gran velocidad de los movimientos de capital, resulta indispensable reaccionar de manera oportuna ante cualquier deterioro en los fundamentos macroeconómicos o ante una percepción de mayor riesgo por parte de los participantes en los mercados.

Es cierto que las perspectivas de la economía mundial han mejorado, y que los resultados más recientes ponen de manifiesto la recuperación de las economías latinoamericanas. Sin embargo, nuestros países requieren de esfuerzos adicionales para consolidar las bases de un crecimiento sostenido. Además de reforzar la estabilidad macroeconómica, necesitamos aumentar nuestras tasas de ahorro interno, fomentar la apertura comercial tanto en bienes y servicios como en tecnología, consolidar la función social del Estado y promover sectores financieros más sólidos y eficientes. Dentro de esta exigente agenda, los bancos centrales de la región enfrentamos la responsabilidad de concluir la tarea de estabilización y consolidar nuestros sistemas financieros.

En lo referente al primero de dichos objetivos, no obstante los esfuerzos realizados durante la última década, la inflación en algunas de las economías de la región todavía es elevada. En México, por ejemplo, el crecimiento de los precios se ha reducido de 52% en 1995 a 9.7% a la fecha, a la vez que la economía ha mostrado un crecimiento ligeramente superior a 5% en promedio desde el año 1996. Aunque mucho se ha avanzado, la inflación continúa en niveles inaceptablemente altos. Todos sabemos que la estabilidad de precios es indispensable para propiciar un desarrollo económico rápido y con mayor equidad. Por tanto, resulta esencial perseverar en el abatimiento de la inflación. El Banco de México, en el contexto de un esquema que está evolucionando hacia objetivos de inflación, se ha propuesto la convergencia con la tasa de inflación de nuestros principales socios comerciales al cierre del año 2003.

Con respecto al segundo objetivo, se requiere establecer una estructura de incentivos que promueva un sector más sólido, entradas de capital de largo plazo y, por tanto, un crecimiento económico sostenido. Para ello es necesario fortalecer las instituciones que conforman la espina dorsal de una economía de mercado: un sistema de derechos de propiedad bien definidos y respetados, sistemas legales y judiciales eficientes y ordenamientos adecuados de quiebra. Dicha infraestructura promueve la transparencia en el ámbito corporativo, el establecimiento de reglas equitativas para los pequeños inversionistas y un proceso robusto de intermediación financiera.

* *
*

Para finalizar, deseo agradecer al Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos y en particular a su director general, Sergio Ghigliazza, el apoyo que se ha dado al Banco de México para la organización de este evento. También quisiera resaltar los esfuerzos realizados durante los últimos años para hacer del CEMLA una institución más eficiente y de mayor utilidad para nuestros países. No abrigo dudas de que las tareas que realiza el CEMLA justifican un respaldo decidido de nuestra parte a la institución. Mi agradecimiento y mis sinceras felicitaciones a Sergio y al personal del CEMLA por los logros alcanzados.

Implementación de la política monetaria en Chile*

Carlos Massad

Permítanme agradecer la invitación extendida por el Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA) y el Banco de México para presentar en esta reunión las ideas centrales que inspiran la implementación de la política monetaria en Chile. Pero antes de entrar en el tema quiero expresar mis felicitaciones al Banco de México, al gobernador Guillermo Ortiz y a todo su personal, por 75 años de trabajo en pro de la estabilidad y del desarrollo de la economía mexicana.

I. Instrumentos de política monetaria

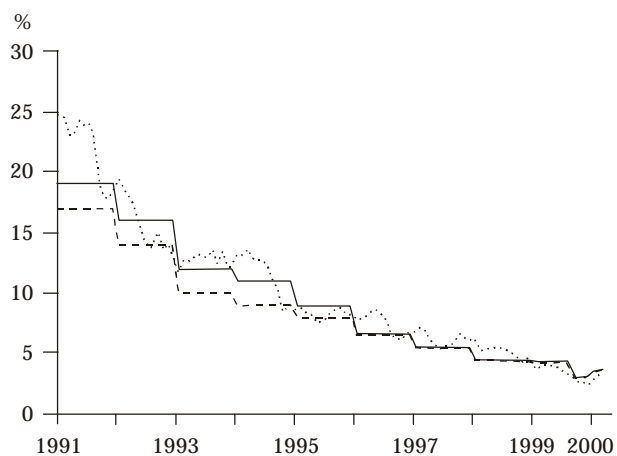
Desde 1990, por mandato constitucional, el Banco Central de Chile (BCC) es un ente autónomo y dentro de sus deberes se establece como principal, la obligación de velar por la estabilidad de los precios internos. De acuerdo a la experiencia internacional, se ha establecido un consenso en torno a que un banco central independiente ayuda a la obtención de un nivel de inflación bajo y estable.

Con el fin de dar cumplimiento al mandato constitucional que dice relación con la estabilidad de precios, el Banco Central de Chile ha fijado año tras año metas para la inflación, cada vez más bajas. Estas metas se enmarcaron dentro del objetivo final de alcanzar un ritmo inflacionario similar al prevaleciente en países desarrollados (véase gráfico I).

Un primer intento por bajar los niveles de inflación a través del uso de metas, ya se realizó en Chile hace más de treinta años, a mediados de los años sesenta. Chile fue pionero en este campo: en efec-

to, en noviembre de 1964 se anunciaron metas de inflación para los siguientes tres años, las metas se cumplieron en 1965 y 1966. Hacia fines de 1967 se eliminó este mecanismo, ya que el cumplimiento de la meta de inflación se vio dificultado por políticas salariales incoherentes con los objetivos planteados, mientras el banco central no tenía la independencia suficiente.

GRÁFICA I. METAS DE INFLACIÓN E INFLACIÓN EFECTIVA, 1991-2000



Luego de 23 años, en septiembre de 1990, se implementó, en forma mejorada, nuevamente el uso de metas de inflación. Desde entonces y hasta el presente año, la meta “punto” de inflación se ha constituido como el ancla nominal de la política monetaria en Chile. Cada año, durante 9 años, se fue cumpliendo con la meta de inflación estipulada, la que hacia fines del año pasado se logró reducir a niveles similares de países industrializados, esto es, 2.3 por ciento.

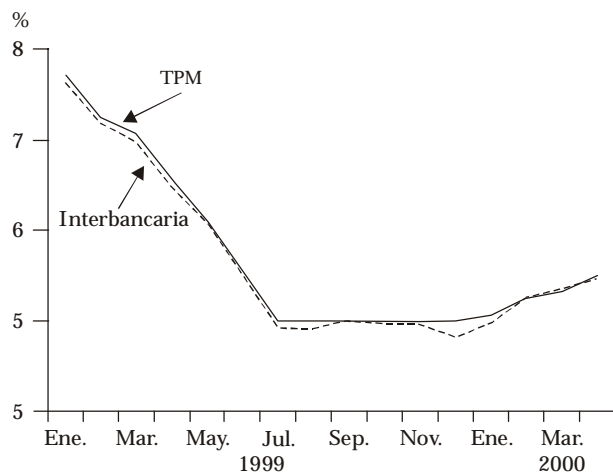
Para la implementación de la política monetaria, desde mayo de 1995, el principal objetivo operacional es la tasa de interés real interbancaria diaria

* Ponencia presentada por C. Massad, presidente, del Banco Central de Chile, en la XXXVII Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales del Continente Americano, celebrada en la ciudad de México, D. F., el 18 de mayo de 2000.

(*overnight*). Cabe resaltar, que debido al elevado nivel de indización del sistema financiero chileno, la política monetaria se centra en una tasa de interés real.

El Banco Central de Chile anuncia públicamente el nivel objetivo para la tasa de interés interbancaria, llamada tasa de política monetaria (TPM). Mediante operaciones de mercado abierto, el banco central encauza la tasa de interés interbancaria al nivel objetivo a través de la administración eficiente de la liquidez del sistema financiero (véase gráfica II).

GRÁFICA II. TASA DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA (TPM) Y TASA DE INTERÉS INTERBANCARIA, 1999-2000



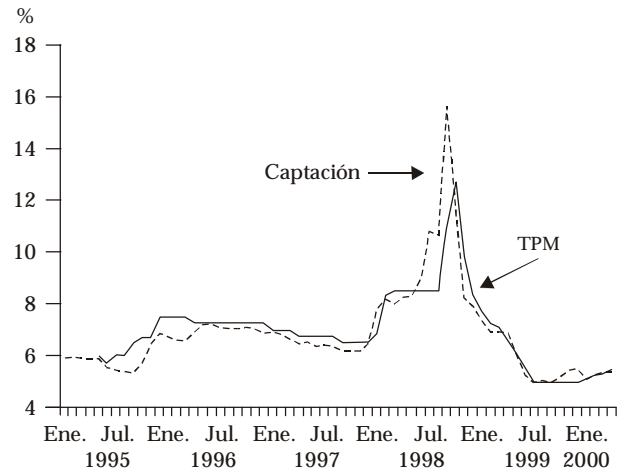
Adicionalmente a las operaciones de mercado abierto, se cuenta con herramientas secundarias para mantener la tasa interbancaria en el nivel establecido. Éstas son: *línea de crédito de liquidez* y *depósito de liquidez*.

La línea de crédito de liquidez otorga préstamos del BCC a las instituciones financieras, con montos y tasas de interés conocidas. El monto total al cual una institución puede acceder a través de la línea de crédito de liquidez, es del orden de 7% del monto de encaje exigido para el período de encaje previo. Para la obtención de estos préstamos no se requieren colaterales. Actualmente, esta línea tiene tres tramos con tasas de interés marginales crecientes, con las siguientes características: un primer tramo (con un monto de 40% del total) con una tasa de interés similar a la TPM; un segundo tramo (con un monto de 30% del total) con una tasa de interés 200 puntos base por sobre la actual TPM; y un tercer tramo (con un monto de 30% del total) con una tasa de interés 400 puntos base por sobre la TPM.

El depósito de liquidez opera mediante una ventanilla abierta permanentemente, en la cual las ins-

tituciones financieras pueden depositar sus excedentes de liquidez diarios. Actualmente, la tasa de interés pagada sobre estos depósitos está fijada 100 puntos base por debajo de la TPM.

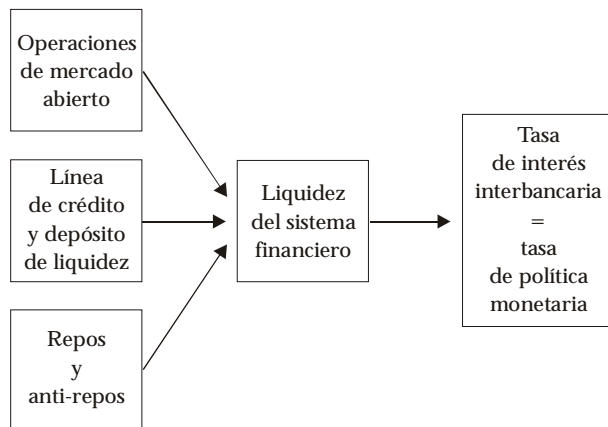
GRÁFICA III. TASA DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA Y TASA DE INTERÉS CAPTACIÓN REAJUSTABLE (90-365 DÍAS), 1995-2000



En la práctica, las tasas de interés de la línea de crédito de liquidez representan un freno al alza de la tasa de interés interbancaria, mientras que la tasa del depósito de liquidez constituye un piso para ella. Con estos dos instrumentos se logra establecer un corredor por el cual se mueve la tasa de interés interbancaria, movimientos que se encuentran “dirigidos” de acuerdo a la orientación que se le ha dado a la tasa de interés de política (véase gráfica III).

Adicionalmente, el Banco Central de Chile tiene la facultad de realizar operaciones de compra con pacto de retro venta (repo) y ventas de documentos de corto plazo (anti-repos), generalmente a un día, para evitar desviaciones puntuales de la tasa de interés interbancaria de su nivel objetivo (véase diagrama 1).

DIAGRAMA 1. HERRAMIENTAS DE POLÍTICA MONETARIA



II. Nuevo esquema de política monetaria: meta punto versus meta rango de mediano plazo

A partir de 1990, la meta de inflación fijada por el banco central se ha basado en el establecimiento de una meta punto, con las excepciones de pocos años en que se fijó dentro de ciertos rangos. Las metas puntuales fueron muy útiles para reducir la inflación durante el decenio pasado y para construir un grado cada vez mayor de credibilidad en la autoridad monetaria. Así, hacia fines de 1999 una vez alcanzada una tasa de inflación cercana a la vigente en los países desarrollados, se ha considerado necesario que la política monetaria deba mirar ahora no los acontecimientos del día a día, sino más bien hacia el mediano plazo.

Ya no se requiere reducir más la inflación cada año, sino que se necesita mantener tasas de inflación dentro de parámetros definidos. En este contexto es que el nuevo esquema de política monetaria enfatiza para la inflación un horizonte de fijación de mediano plazo de la meta (veinticuatro meses) y un valor rango dentro del cual fluctuará. Esta modificación permite una menor probabilidad de equivocación ante *shocks* inesperados y otorga mayores holguras ante movimientos menores y de corto plazo. La meta rango se ha establecido por el Banco Central de Chile entre 2-4%, centrada en 3 por ciento.

La extensión del horizonte de fijación de la meta de un año hacia una de mediano plazo, obliga al banco central a enfatizar más la realización de ejercicios de proyección y de seguimiento del comportamiento de las expectativas de los agentes privados sobre la inflación futura.

Diversos estudios confirman que normas de comportamiento de un banco central que se basan en expectativas y predicciones de la evolución futura de la inflación son más eficientes porque disminuyen la variabilidad tanto de la inflación como del producto. En forma simple, estas normas incorporan el hecho, que existen rezagos en la transmisión de la política monetaria y, por tanto, actúan con la anticipación adecuada.

La selección de un rango y no de un objetivo puntual para la inflación permite acomodar diversos tipos de impactos de tal forma que la inflación tenga un margen de fluctuación en el corto plazo sin que el banco central se vea obligado a ser excesivamente activo con el fin de no desviarse transitoriamente de la meta.

El uso de un rango es un reconocimiento que existe un grado de incertidumbre sobre el comportamiento de la economía y sobre el rezago con el que la política monetaria actúa sobre la inflación. Es un reconocimiento que siempre existe la posibi-

lidad que se presenten fenómenos que afectan la economía y la inflación, que son imposibles de anticipar. A la vez, reconoce que no siempre la política monetaria es el instrumento más eficiente para enfrentar determinados *shocks* (véase diagrama 2).

En la práctica, no todos los factores que determinan la inflación efectiva de una economía están bajo el control de la autoridad monetaria, como lo es por ejemplo la inflación importada. Concretamente debido al alza del precio del petróleo, se estima que, en lo que va acumulado en el año, la inflación chilena se ha visto incrementada en aproximadamente cinco puntos porcentuales. Un aumento de 10% de los precios internos del combustible se traduce en un aumento de tres puntos porcentuales en el nivel general de precios.¹

El nuevo esquema de política monetaria, entrega la flexibilidad necesaria para evaluar estos fenómenos y actuar tomando en consideración las repercusiones que éstos ocasionan en la economía.

El funcionamiento apropiado del nuevo esquema requiere evitar que el efecto de *shocks* externos o internos se concentre en un solo mercado. En el pasado reciente, limitado por la operación de las bandas cambiarias y su efecto sobre la evaluación de los riesgos privados, el banco central no estuvo en condiciones de distribuir en más de un mercado el efecto de eventos inesperados.

Después de un cuidadoso trabajo preparatorio que tomó casi dos años, en septiembre de 1999 se introdujo el sistema de flotación cambiaria que, en conjunto con una política fiscal responsable, ha aliviado el peso que recaía en el pasado sólo sobre la tasa de interés.

La mayor libertad cambiaria se ha traducido en una mayor volatilidad del tipo de cambio en Chile

Cuadro 1

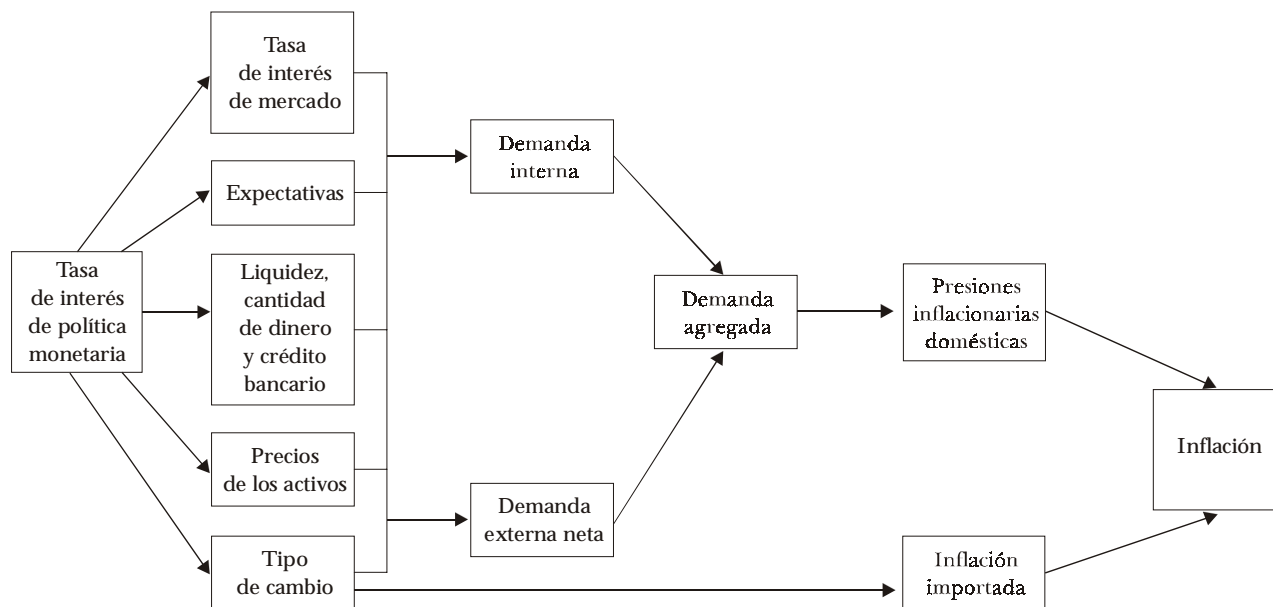
VOLATILIDAD DE MONEDAS POR DÓLAR,^a
SEPTIEMBRE DE 1999-MARZO DE 2000

<i>Peso chileno</i>	5.4
Yen	9.0
Euro	8.5
Peso mexicano	5.3
Real brasileño	7.6
Dólar australiano	6.9
Dólar neozelandés	7.9

^a Calculado como la desviación estándar anualizada de la variación porcentual semanal.

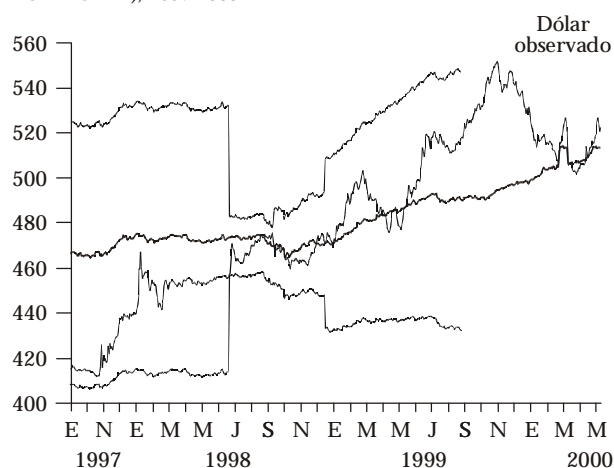
¹ Debido a la operación del Fondo de Estabilización del Petróleo, el impacto sobre la inflación se evalúa en términos de la variación del precio interno del combustible en vez de la evolución del precio internacional.

DIAGRAMA 2. MECANISMOS DE TRANSMISIÓN



y es un elemento fundamental para el funcionamiento del nuevo esquema de política monetaria. A pesar de esta mayor volatilidad, durante los últimos meses, el peso chileno ha fluctuado respecto del dólar menos que otras monedas importantes, tales como el euro, el yen, el real brasileño, etc. (véase cuadro 1).

GRÁFICA IV. TIPO DE CAMBIO NOMINAL (PESOS CHILENOS POR DÓLAR), 1997-2000



El trabajo preparatorio previo para la suspensión indefinida de la banda cambiaria se puede resumir en las medidas contenidas en el cuadro 2.

Hace sólo una semana hemos eliminado la obligación de permanencia mínima de un año en Chile para los capitales extranjeros. Con esta medida, que se viene a sumar a las otras ya señaladas, hemos buscado consolidar una política de liberali-

Cuadro 2

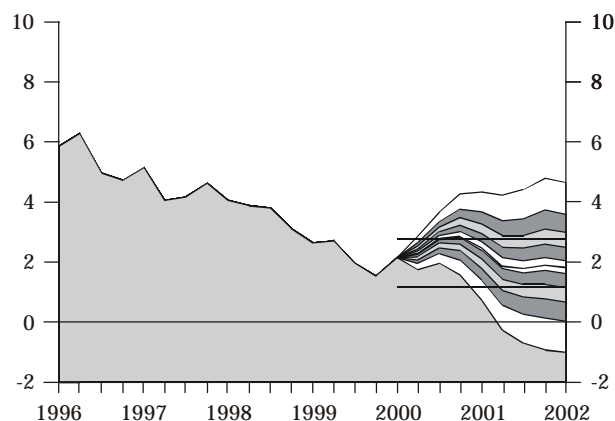
PRINCIPALES MEDIDAS CAMBIARIAS, 1998-2000

-
- Septiembre de 1998:
- Ampliación de la banda cambiaria.
 - Reducido a 0% el encaje a los influjos de capital.
- Abril de 1999:
- Mayor acceso por parte de empresas chilenas a financiamiento externo de mediano y largo plazos (ADR y bonos).
 - Eliminación del requisito de autorización previa para contratar créditos externos y de la obligación de liquidar divisas ingresadas al país con distintos conceptos.
 - Modificación del calce de monedas y regulación del calce de tasa de interés.
 - Ampliación de la gama de instrumentos derivados.
- Julio de 1999:
- Liberalización de créditos externos para financiar exportaciones.
 - Eliminación de la autorización previa por parte del banco central para adquirir divisas por una serie de actividades (royalties, asistencia técnica, actividades culturales, etcétera).
- Septiembre de 1999:
- Suspensión en forma indefinida de la banda cambiaria.
- 2000:
- Ampliación del mercado cambiario formal a las corredoras de bolsa no bancarias y agentes de valores.
 - Regulación acerca del monto de provisiones sobre colocaciones otorgadas por un banco a empresas con descalce de monedas.
 - Autorización a los bancos para operar con instrumentos derivados de tasas de interés.
 - Emisión de bonos en el exterior indexados en moneda nacional.
 - Eliminación del año de permanencia para la entrada de capitales.
-

zación gradual de la cuenta de capitales y favorecer el desarrollo, profundidad y liquidez del mercado de capitales nacional.

Si bien el nuevo esquema de política monetaria significa mayores grados de libertad para el accionar del banco central, también reconoce que la tasa de interés no es un instrumento eficiente para enfrentar los efectos de “primera vuelta”, asociados a presiones inflacionarias originadas en aumentos de costos. No obstante ello, la tasa de interés debe usarse, con la debida prudencia, para transmitir señales claras que el banco central no facilitará la generalización de tales presiones en otros mercados. Si la política monetaria acomodara todas las reacciones frente a presiones específicas de costos, caeríamos inevitablemente en la vieja trampa de la espiral precios-salarios a impulsos de la indización y de las reacciones de cada sector que cree tener un grado de poder monopólico sobre el mercado.

GRÁFICA V. INFLACIÓN PROBABLE PROYECTADA (VARIACIÓN ANUAL), 1996-2002



Debo dejar en claro que una decisión de no intervenir cuando la inflación efectiva se encuentra dentro del rango meta, no debe ser confundida con inactividad, o con la intención de conseguir una supuesta reactivación económica más rápida o menores tasas de desempleo aceptando una inflación mayor.

Es indispensable reiterar que la historia económica moderna demuestra con claridad que los intentos de aumentar el empleo tolerando inflaciones más altas han resultado en fracaso. Mantener el crecimiento del PIB en tasas cercanas al crecimiento del producto potencial es coherente con una inflación baja y estable.

Para los efectos de la meta de inflación, resulta más apropiado considerar una medida de la inflación que excluye las presiones de costos de primera vuelta, como lo hace el IPC subyacente. Cuando se miran plazos más largos, como el horizonte actual de 12 a 24 meses del nuevo esquema de política monetaria, la diferencia entre ambos índices, IPC total e IPC subyacente, tiende a desaparecer. Pero en el análisis de corto plazo, dichas diferencias pueden llevar a los agentes a confusiones innecesarias. Si bien la meta de inflación se establece sobre el IPC efectivo, para la política monetaria actual lo relevante son las tendencias en el horizonte medio, y la política se decidirá de acuerdo a estas tendencias, entregando las señales apropiadas al mercado.

En última instancia, el nivel de inflación depende de la política monetaria y de las expectativas de los agentes, es decir, de la credibilidad que tengan los objetivos fijados por el banco central.

Por esta razón, el Consejo del Banco Central ha decidido aumentar el nivel de información que entrega al mercado en cuanto a su visión sobre las tendencias de mediano plazo en la tasa de inflación, y las probabilidades que la inflación registrada se aparte de dichas tendencias.

Para ello, se ha implementado la publicación de un Informe de política monetaria, cuatrimestral, cuyo primer número salió a la luz pública hace sólo unos días atrás. Paralelamente, hemos decidido acortar el tiempo de publicación de las minutas de las reuniones mensuales de política monetaria, como una forma de entregar mayores herramientas para las decisiones de los agentes del mercado. De hecho, la mayor transparencia, al igual que la flotación cambiaria, es un ingrediente indispensable del nuevo esquema de política monetaria.

Manejo y prevención de crisis bancarias: el papel del banco central*

Audrey E. Anderson

I. Introducción

Señor gobernador del Banco de México, gobernadores de los bancos centrales de América Latina y España, representantes de otras instituciones, invitados, participantes, damas y caballeros, el gobernador Latibeaudière lamenta su ausencia de esta reunión, pero me ha pedido transmitir sus saludos a este auditorio y felicitar, en su nombre, al banco central mexicano por su 75º Aniversario y su agradecimiento por la invitación al Banco de Jamaica para participar con esta ponencia.

A continuación me referiré al papel del banco central en el manejo y la prevención de crisis bancarias. Este tema es oportuno y merecedor de nuestra atención, ya que la estabilidad del sector financiero es, además de un componente fundamental del bienestar de cualquier economía, un indicador clave por el cual las instituciones financieras multilaterales y los mercados de capital internacionales evalúan la riqueza para la inversión de un país. La realidad bien conocida es que las consecuencias de la disciplina de mercado son severas y de largo alcance.

Sin embargo, como están conscientes todos los banqueros centrales, ningún banco central puede (ni debería de esperarse que lo hiciera) garantizar la total ausencia de fracasos bancarios individuales. Estos son una consecuencia natural de las fuerzas de mercado cuando éste es competitivo y opera efectivamente. Estas fuerzas sirven para filtrar intermediarios ineficientes y marginales, particular-

mente donde el sistema está “sobredesdeposado” y la capacidad necesita reducirse. También debe reconocerse que *siempre* existirán accionistas y administradores de entidades financieras que o no están dispuestos, o son incapaces, de manejar sus instituciones con prudencia. De hecho, se ha comprobado que tras cada caso de catástrofe de sistema bancario ha habido pobres prácticas bancarias, en otras palabras, mala gestión bancaria. Por esto, la meta del banco central debe ser asegurarse de que este fenómeno no conduzca a crisis sistemáticas del sector financiero. Estadísticas recientes publicadas por el Fondo Monetario Internacional (FMI) muestran que desde 1980 más de 130 países, entre los cuales se incluye a casi tres cuartas partes de los países miembros del FMI, han experimentado problemas del sector bancario. En ellas se muestra que las crisis no se han limitado a las economías en desarrollo y de transición. Inclusive economías del primer mundo, con recursos de supervisión bancaria muy desarrollados, experimentan crisis del sector financiero, por ejemplo la crisis de las instituciones de ahorro y préstamo de Estados Unidos, las propias experiencias del Reino Unido (Johnson-Matthey, BCCI y Barings) y más recientemente el dilema de Japón y los muy publicitados tigres asiáticos.

La posibilidad de una crisis es todavía más aguda en economías pequeñas, abiertas y/o emergentes donde los choques exógenos pueden, por sí mismos, afectar negativamente al sector financiero. Tales choques exógenos, están en gran medida fuera de la capacidad de control de un banco central, por ejemplo, una caída aguda en los precios de los bienes de consumo mundiales o grandes reducciones en el flujo neto de capital extranjero ocasionadas por decisiones políticas impopulares o giros en las preferencias de los inversionistas.

* Traduce y publica el CEMLA, con la debida autorización, la ponencia presentada por A. E. Anderson, subgobernadora del Banco de Jamaica, en la LXX Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales de América Latina y España, celebrada en la ciudad de México, D. F., en mayo de 2000.

II. La génesis y los síntomas de la escasez del sistema bancario jamaicano

Ya que me propongo encarar el tema desde la perspectiva de las lecciones que Jamaica ha aprendido de su muy reciente trastorno del sector financiero, es necesario delinear brevemente las características del sector. De inicio debe mencionarse que el Banco de Jamaica tiene responsabilidades duales, pues abarcan la estabilidad monetaria y la del sistema bancario. En este último rubro se incluye la supervisión de todas las entidades captadoras de depósitos.

La escasez típica del sistema financiero tiene, en diversos grados, un contexto macroeconómico, un contexto regulatorio y factores microeconómicos relacionados con la autoridad institucional. En cuanto a factores causales macroeconómicos, las políticas monetarias y fiscales expansionistas en tándem con mercados liberalizados usualmente causan problemas. Es más, el subsecuente cambio político, aliado con debilidades subyacentes en la estructura legal y operaciones malsanas, imprudentes evidenciadas por alguna administración de banco a menudo provocan el colapso de la entidad financiera.

Jamaica en los noventa era un caso de libro de texto. Se movió desde un régimen de tipo de cambio administrado a uno de completa liberalización en el espacio de un año (1990-91), con todos los controles de capital eliminados. Mientras que las cuentas fiscales estaban equilibradas en ese momento, la política monetaria le dio cabida a incrementos masivos en el otorgamiento de crédito al sector privado. Siguiendo los pasos de la liberalización del mercado de divisas vino una aguda inflación, disparada con el incremento punto por punto de doce meses del índice de precios al consumidor, alcanzando una cumbre de 107% en abril de 1992. La "burbuja" acompañante que se dio en precios inmobiliarios y en acciones creó aun más oportunidades de expansión para los bancos a través del préstamo y por la vía de la adquisición directa de tales activos. El ambiente inflacionario del período, mientras que permitía aparentemente una más fácil generación de beneficios, también crucialmente sirvió para ocultar de la vista del público debilidades fundamentales en el sector (capital inadecuado tanto como ineficiencias operativas y administrativas). Esto causó que a las preocupaciones crecientes dadas a conocer por los supervisores del banco, no se les concediera el nivel de seriedad que merecían.

La rígida política antinflacionaria de mediados de los noventa, dirigida a ponerle rienda a esta situación, condujo a altas tasas de interés reales que

debilitaron la utilidad de los préstamos para el sector privado. Las reservas internacionales netas crecieron fuertemente, pero el crecimiento económico debilitado socavó los prospectos tanto de las cuentas fiscales como del sistema financiero. El balance fiscal se deterioró en los finales de los noventa en el contexto de costos pesados de reestructuración del sector financiero.

Las deficiencias de la estructura legal de la preliberalización para la regulación y la supervisión eran claramente reconocidas por las autoridades de supervisión y de la movilización de las revisiones legislativas necesarias se encargó el banco central, inclusive anteriormente a 1990-91. Sin embargo, la atención indebida otorgada por los legisladores al cabildeo del sector financiero privado aseguró que la legislación final de 1992 le diera poderes inadecuados de intervención, sanción e imposición a las autoridades de supervisión. Las limitaciones socio-políticas a la ejecución oportuna de recomendaciones de supervisión también crearon un rezago moral al enviar señales complacientes al mercado. Es más, la falta de poder legal para intervenir antes de la insolvencia absoluta se demostró que era un obstáculo mayor a la acción de supervisión oportuna y efectiva, resultando en una continua dependencia excesiva del riesgo moral.

Mientras que las entidades captadoras de depósitos bajo la supervisión del banco central se tornaron sujetas a normas de prudencia cada vez más estrictas, este enfoque de supervisión no tuvo réplica a través del panorama financiero total. Esto, junto con requerimientos prudenciales diferenciales alentó el arbitraje regulatorio que era usado creativamente por algunos actores de la industria financiera para operar más allá del alcance efectivo de los supervisores bancarios.

Debe ser notado que durante los noventa, a pesar de las dificultades macroeconómicas y regulatorias, el panorama financiero de Jamaica también incluía fuertes y prudentemente administradas instituciones financieras con operaciones bien capitalizadas y carteras de crédito con una cantidad sustancialmente menor, de activos con adeudos, que sus contrapartes que requerían de intervención. Estas fuertes instituciones eran los recipientes de la redistribución de depósitos producto del desplazamiento hacia la calidad, que condujo a perfiles de liquidez deteriorados y la creciente dependencia de parte de las instituciones con problemas de obtener apoyo por parte del banco central. Un escenario tal conduce lógicamente a la conclusión de que un contribuyente significativo a la crisis del sector financiero era el pobre estándar de la autoridad corporativa que se manifestó en:

- juntas directivas negligentes,
- estructuras accionista/administrador dominantes,
- un apetito de riesgo inapropiadamente excesivo aparejado con una falta de mitigación de riesgo efectiva,
- socavamiento por medio de escapatorias,
- la ausencia de una cultura de cumplimiento aún para políticas internas,
- pobres técnicas de análisis de crédito,
- concentraciones de crédito imprudentes,
- pobre administración de activos/pasivos, y
- en ciertas instancias, contagio de grupo complejo, transacciones de gente enterada y fraude material.

Yo quisiera enfatizar el punto de que aunque el sistema financiero jamaicano, que incluye juntas a las entidades bancarias y no bancarias, atravesó apuros financieros, esto en ningún momento fue acompañado por ninguna fuga de capital. El fenómeno en Jamaica fue restringido a un desplazamiento interno hacia la calidad que se encontraba en los bancos percibidos como fuertes.

III. El papel del banco central

Mi advertencia anterior sobre los límites de lo que un banco central puede entregar, no está para nada intencionada a sugerir que el papel que un banco central puede desempeñar sea insignificante. No lo es, y las lecciones enseñadas por la experiencia jamaicana pueden ser consideradas entre los puntos de un espectro temporal, esto es, la pre-crisis que tiene que ver con el aspecto preventivo, la crisis misma durante su desarrollo y la pos-crisis; estas dos últimas tienen que ver con el aspecto de manejo.

1) Pre-crisis

Dado que la confianza del público es efímera y fácilmente socavada aun por la sugerencia de escasez financiera, esto es donde la carga del enfoque y los esfuerzos de un banco central deberían concentrarse. Esto es, en la creación y el mantenimiento de un entorno e infraestructura en donde la probabilidad de una crisis sea minimizada.

- *Entender bien la macroeconomía.* La agenda para la creación de un entorno liberalizado debe incluir una liberalización apropiadamente creciente de las cuentas externas y la *introducción* de la liberación de los mercados financieros con el establecimiento de una estructura regulatoria/supervisora suficientemente fuerte. Una política monetaria firme, prudencia fiscal, estabilidad cambiaria y de tasa de interés son prerrequisitos para un ambiente de baja inflación. Jamaica ahora se adhiere a un modelo de baja inflación con el año fiscal 1999 representando el cuarto año consecutivo de inflación de un solo dígito. El éxito que ha tenido el banco central en esta área ha actuado para incrementar su credibilidad con el efecto benéfico de un decaimiento concomitante en las expectativas inflacionarias del mercado. Una estabilidad cambiaria relativa prevalece y las tasas de interés han evidenciado significativas tendencias a la baja, sin embargo, es reconocido que es imperativo en lograr reducciones adicionales para permitir la competitividad de las exportaciones y la obtención de prospectos de crecimiento más robustos.

- *Crear un fuerte e independiente entorno de supervisión.* La necesidad de una fuerte estructura legislativa con autoridad para intervención de supervisión, oportuna y adecuada, sanción independiente y poder de imposición para los supervisores ha sido significativamente satisfecha por las revisiones a los estatutos que gobiernan a las entidades captadoras de depósitos y la anulación de otros en 1997. Es más, un grupo especial legislativo, ha estado trabajando para hacer recomendaciones sobre la mayor reconstrucción de la legislación que gobierna al sistema financiero en su totalidad.

La vigilancia supervisora a través del panorama financiero en su totalidad está más cerca de la realidad al poner a las previamente desreguladas sociedades de construcción (en 1995) y a las uniones de crédito (en 1999) bajo la supervisión del Banco de Jamaica. Las oportunidades de arbitraje regulatorio han sido considerablemente reducidas por iniciativas tales como la unificación y el programa en curso para la reducción de requerimientos de reservas de efectivo a través de las entidades captadoras de depósitos y el progreso hecho hacia la creación de una comisión financiera que tendría responsabilidades de supervisión para entidades financieras no captadoras de depósitos. Esta comisión será una amalgama de agencias reguladoras existentes para la negociación de garantías y seguros, así como para la función de regulación de pensión que aun queda por ser introducida. Se espera que esta agencia adoptaría un grado similar de rigidez regulatoria al empleado por el Banco de

Jamaica y por lo mismo aseguraría una armonización de estándares. Tal creación institucionalizaría los arreglos de repartición de información informal actuales entre supervisores dentro del marco de la jurisdicción y se aproximaría más cercanamente a los memorandos de entendimiento existentes entre Jamaica y algunas jurisdicciones transfronterizas.

Tanto en las naciones desarrolladas como en las naciones en vías de desarrollo, la clave para un fuerte sistema financiero es la existencia de una supervisión fuerte e independiente. Una reciente autoevaluación facilitada por el Instituto de Estabilidad Financiera muestra que Jamaica está cumpliendo ampliamente con el núcleo de los principios de supervisión de Basilea. Se espera que pronto se realice una evaluación independiente en continuación de nuestro trabajo, para asegurar que los estándares de supervisión de Jamaica son consistentes con los globales emergentes.

- *Conocer la configuración ideal de la industria financiera.* No es prudente esperar el principio de la escasez del sector financiero para determinar a qué debería parecerse el perfil del sector financiero ideal específico al país. El fracaso de hacer tal determinación en época de estabilidad conducirá a una acción retrasada y posiblemente inapropiada en época de escasez. La División Supervisora del Banco de Jamaica se encargó de hacer un ejercicio muy completo para evaluar el perfil óptimo del subsector sobre el cual tenía responsabilidad de vigilancia. Por esto, estaba capacitada para hacer una determinación relativamente rápida en cuanto al tipo y a la extensión de la intervención requerida y por esto asistida en minimizar el uso de recursos escasos al tratar con entidades no viables y no vitales.

- *Ser capaz de reconocer una crisis en formación.* El establecimiento de un sistema de alerta temprana apoyado por una estructura apropiada para asegurar la recepción de datos financieros adecuados y oportunos, una reunión de información y unidad de proceso eficientes y el soporte tecnológico necesario es crucial para la detección y la prevención de las crisis incipientes. El desarrollo de límites más allá de los cuales no se espera que las personas que cuentan con una licencia se arriesguen, proveen indicadores inestimables de la necesidad para el escrutinio incrementado y alguna medida de intervención supervisora. Tal acción oportuna puede limitar el riesgo de confusión, prevenir el trastorno del mercado y finalmente, reducir costos. Adicionalmente a sus exámenes reglamentarios anuales en el sitio, el brazo supervisor del Banco de Jamai-

ca se ha encargado siempre de la vigilancia fuera de sitio y le da prioridad al continuo mejoramiento de su unidad estadística. Desde 1999, un programa de objetivos trimestrales mutuamente acordados ha sido instituido para todas las entidades bajo la vigilancia del banco central, con lo cual el desempeño de cada persona con licencia y el sistema en su conjunto está estrechamente controlado.

- *Requerir altos estándares de autoridad corporativa.* Es inapropiado para los reguladores y supervisores asumir funciones administrativas en las instituciones para las cuales tienen responsabilidad. La responsabilidad administrativa le atañe apropiadamente a los accionistas, juntas directivas y sus administradores nombrados. Sin embargo, la insistencia en estándares de autoridad adecuadamente altos es crucial y el medio más efectivo de lograr esto es “controlar a los jugadores en la puerta de entrada”, para usar una frase del FSA, del Reino Unido. Mientras que se reconoce que los directores son responsables con respecto a los accionistas que los eligieron, los directores de entidades financieras tienen responsabilidades adicionales para el público en general y para aquellas personas que los encargan de sus fondos, en particular. Ya que el supervisor es usualmente el perro guardián de dichos intereses, *de facto*, aquellos directores son responsables también respecto al supervisor. Ya que las responsabilidades de los jefes de la banca respecto a los accionistas son a veces diametralmente opuestas a la evaluación del supervisor de su responsabilidad respecto a los depositantes, es vital que los accionistas, directores, la administración y personal de tales entidades sean de una integridad, pericia y prudencia a toda prueba. Adicionalmente los accionistas principales deben ser ellos mismos, financieramente fuertes y con una buena cantidad de recursos para ser capaces de satisfacer necesidades de capital e inversión de la entidad bancaria.

Las recientes enmiendas a la legislación financiera jamaicana han proporcionado criterios “a la medida y propios” mejorados y requerimientos de responsabilidad incrementados. Lo último ha sido probado en el reciente éxito al obtener un juicio contra un director y un accionista mayor de una institución en quiebra y otras acciones legales están en progreso.

- *No menospreciar la utilidad de la información del mercado.* Por el dinamismo de los mercados financieros, la supervisión sigue siendo un proceso inherentemente reactivo. Aun cuando se sugiere que los rumores del mercado formen la única o inclusive la base más significativa de las decisiones de supervisión, se ignora el riesgo del supervisor. Algu-

na de la más útil y oportuna información en las intervenciones puede venir informalmente de actores del mercado con conocimiento de ellos mismos.

- *Tomar acción rápida.* No puede ser sobrenfatizado que la acción oportuna frente a la imprudencia o dificultades obvias/confirmadas en una persona con licencia es imperativa. La experiencia jamaicana ha mostrado claramente la realidad de lo que hemos llamado “el síndrome del Iceberg” con relación a las instituciones problemáticas; los problemas son usualmente mayores de la forma en que aparecen en superficie, por esto el retraso solamente tendrá como resultado una solución más cara. Aun más, las administraciones bancarias rara vez reconocen la severidad de sus problemas, estorbando así las acciones de remedio interno tempranas. De forma importante también aparece el riesgo moral donde los retrasos mandan falsas señales a otros intermediarios, dando usualmente como resultado la multiplicación del costo de intervención final.

La prevención de crisis es un trabajo difícil y a menudo sin agradecimiento. Es también innegable que los costos económicos y sociales de la prevención son altos y, como una consecuencia, pueden aparecer opcionales a una dirección política desafiada por la distribución de recursos escasos. Sin embargo, debe de ser forzosamente discutido que la experiencia ha comprobado que los costos económicos, sociales y políticos de la intervención y acción de remedio retrasada son todavía más altos, en el caso de Jamaica, tan altos como 30% del PNB en 1998.

2) Durante la crisis

Una vez que las medidas preventivas han fracasado en avisar de la escasez del sistema, entonces el enfoque de un banco central debe ser ejercitado en: a) preservar la confianza del depositante, y b) contenimiento sistémico. Antes de asumir un modo de manejo de una crisis, el banco central debe hacer una determinación en cuanto a si el problema es aislado o sistemático y si el problema es de falta de liquidez o de insolvencia. Si el problema es único para una entidad o de insolvencia, puede ser más apropiado y efectivo en cuanto al costo facilitar una desaparición ordenada del panorama financiero.

En otros casos, sin embargo, el papel como prestamista de instancia puede necesitar ser activado para facilitar que la institución satisfaga sus obligaciones cuando se llega al vencimiento, esperando una decisión definitiva su porvenir. Este papel

puede ser suplido por la aplicación apuntada de indulgencia de supervisión, por ejemplo, en la relajación de requerimientos de liquidez altos (monetarios) y la aplicación de cargos de penalidad donde tal imposición es evaluada como hostil al regreso de la entidad a la viabilidad, y donde la solvencia no está en juego. Concurrente con estas facilidades puede ser necesario restringir o prohibir algunas actividades normalmente permisibles (crédito, inversión, transacciones de partes conectadas) a través del uso de compromisos de juntas o la imposición de directivas de supervisión o de órdenes de parar y desistir. Es reconocido que estas iniciativas usualmente son más efectivas cuando los accionistas, directores y administración están preparados para cooperar con las autoridades y sus agentes designados.

Frente a las partes recalcitrantes conectadas, puede ser necesario recurrir a medidas más punitivas. En la experiencia jamaicana, las autoridades fueron obligadas a usar las medidas reglamentarias de administración temporal y/o atribución de la propiedad de la entidad en el medio apropiado a fin de forzar a una solución. Aunque tales acciones pueden aparecer extremas, es crucial que las autoridades posean tal colección de herramientas de intervención (con las salvaguardas necesarias) en su arsenal legislativo si se pretende que su efectividad no vaya a ser neutralizada por intereses conectados poco cooperativos. Como se mencionó antes, las enmiendas de 1997 a los estatutos bancarios mejoraron significativamente los poderes de intervención de los supervisores jamaicanos.

Un área, a menudo pasada por alto en el manejo de crisis, es una estrategia de relaciones públicas apropiada por parte del banco central. Es estupendo ver cómo los esfuerzos mejor intencionados, si son obstaculizados por el público depositante, pueden precipitar y extender una serie de continuas, repentinas o urgentes solicitudes o reclamaciones sobre instituciones totalmente ajenas. Es por esto esencial que los anuncios públicos para asegurar y restaurar la calma sean hechos temprano y sean hechos bien y que se establezca algún mecanismo para los movimientos de información en curso. Aunque puede parecer ser un uso de escasos y tensos recursos humanos menos que óptimo, es prudente nombrar un banquero central que será el enlace público para evitar que información conflictiva y perjudicial sea diseminada.

En la ausencia de un programa de seguros de depósitos independiente, tal como la Corporación de Seguros de Depósitos de Jamaica (JDIC), el banco central mismo puede necesitar ser involucrado en arreglos con el gobierno para el pago temprano a depositantes elegibles. En la situación jamaicana,

a pesar de estar en formación por algún tiempo, el JDIC solamente llegó a la existencia en 1998, ya bien entrado nuestro período de escasez del sector financiero. Previamente a su llegada en operación, los depositantes se beneficiaron de la plena y explícita garantía del Gobierno de Jamaica para sus ahorros. Es reconocido que esta no es la situación ideal en el sentido de que alienta el riesgo moral por parte tanto de los administradores como de los depositantes en las instituciones financieras que no tienen que pagar las consecuencias de sus acciones. Sin embargo, es cierto también que es la opción más usada en períodos de dificultades severas y sistémicas. Permitir casualmente a los depositantes perder sus ahorros en moneda local y extranjera en el contexto de una pequeña economía con una cuenta de capital abierta y un sistema de bienestar público minimalista hubiera sido una receta para un desastre nacional de magnitud sin precedentes.

En su enfoque sobre la contención sistémica de una crisis, el banco central puede hallarse a sí mismo involucrado en actividades de resolución tales como, la facilitación de fusiones, adquisiciones y la ordenada liquidación de entidades financieras y sus afiliados, donde éstos existen. Este papel puede ser más fuerte si no se establece un instrumento de resolución por separado. En 1997 el Gobierno de Jamaica estableció la Compañía de Ajuste del Sector Financiero, mejor conocida como FINSAC, como la agencia con responsabilidad para la reestructuración del sector financiero. Operacionalmente ha adquirido para desecho los activos que no se convirtieron en ganancia de instituciones clausuradas y ha recapitalizado y adquirido los activos con mal desempeño de instituciones que siguen operando con sus propios títulos que llevan una garantía del gobierno. (La habilidad de FINSAC de proveer liquidez a las entidades supervivientes está limitada por su capacidad de disponer de los activos adquiridos.)

3) *Pos-crisis*

A pesar de que la intensidad y la orientación de los esfuerzos del banco central cambiarán en el período de pos-crisis, no es el momento para la complacencia. Un enfoque retrospectivo debería llevar a un meticuloso post-mortem para identificar cuidadosamente la o las causas de la crisis, la eficiencia de la o las soluciones empleadas y el beneficio en cuanto al costo involucrado. Tal esfuerzo llevará a las autoridades más lejos por la curva del aprendizaje regulatorio y facilitará un regreso al pizarrón para estudiar a fondo las escapatorias y apuntalar las debilidades explotables.

Puede parecer sorprendente que cualquier beneficio pueda venir posiblemente de una crisis del sector financiero. Sin embargo, la experiencia jamaicana ha revelado por lo menos dos.

En primer término el período inmediato de pos-crisis, cuando las memorias dolorosas son las más agudas, es el momento en que el brazo legislativo del gobierno está más sujeto a proveer al supervisor las herramientas reglamentarias necesarias para la efectividad. En segundo lugar, una crisis aumenta la conciencia del público acerca de la necesidad de llevar su propia y debida diligencia al decidir donde invertir sus fondos y desarrollar un sentido más grande de madurez en asuntos financieros.

IV. Conclusión

Lo anteriormente expuesto ha detallado los intentos jamaicanos de resolver el reciente quebranto del sistema financiero y notamos que comúnmente se ha recurrido a las herramientas utilizadas en varias otras jurisdicciones.

Somos firmemente de la opinión de que la más efectiva estructura para la intervención es donde el banco central está a cargo, tanto de las funciones de supervisión como monetarias y así puede coordinar a ambas con referencia particular a su papel como prestamista de última instancia. En este contexto, es importante que el gobierno y el modo de intervención explícitamente reconozcan que el costo de la intervención a través de la provisión de liquidez del banco central debe ser consolidada de tal modo que el banco central pueda conducir su tarea con credibilidad. Para claridad, el punto aquí es que donde el banco central provee recursos reales durante el proceso de intervención/resolución, tales recursos reales tienen un impacto directo sobre el abastecimiento de dinero y la política monetaria. Por esto, el banco central al llevar a cabo su mandato de política monetaria debería reabsorber, a través de sus operaciones de mercado libre, cualquier liquidez en exceso del mercado, a fin de lograr sus objetivos de estabilidad.

En países donde la supervisión no recae dentro de la vigilancia del banco central, los desafíos de manejar las dificultades del sistema financiero pueden ser todavía más grandes cuando los obstáculos de coordinación entre la política monetaria y la regulación se tornan todavía más difíciles. Aun cuando Jamaica no puede hablar definitivamente en cuanto a tales situaciones, creemos que las preocupaciones y por consiguiente las estrategias serían esencialmente, las mismas. El problema de

coordinación puede ser ayudado por la creación de un organismo encargado de asegurar la estabilidad financiera y compuesto tanto por economistas monetarios como supervisores. Aun en el Banco de

Jamaica donde ambas responsabilidades yacen, tal comité ha sido establecido en claro reconocimiento del hecho de que las dos áreas están inextricablemente entrelazadas.

La crisis financiera del Paraguay*

Washington Ashwell

Los efectos negativos de la larga crisis que arrastra el comercio internacional ha repercutido fuertemente sobre el desenvolvimiento económico y los niveles de producción e ingresos de nuestros pueblos. Su tratamiento y sus efectos fueron variados en los diversos países. En el caso paraguayo produjo una fuerte caída de la producción y el ingreso interno y una aguda crisis bancaria, la más intensa y más larga de las registradas en el siglo pasado. Trataremos de hacer, seguidamente, una comprimida relación de sus aspectos salientes.

Un informe del Fondo Monetario Internacional (FMI) de agosto de 1994 calificaba positivamente la situación económica del país. El crecimiento económico era aparentemente sólido. Anticipaba el informe un incremento del 4% del producto interno bruto (PIB) y una tasa de inflación del 15%, que representaba una reducción significativa de la tendencia de años anteriores. La posición de la balanza de pago era sólida. En el primer semestre del año las reservas internacionales del Banco Central del Paraguay (BCP) habían aumentado en 285 millones de dólares. Las exportaciones mantenían sus niveles globales, aun cuando la del algodón, por pérdidas de la cosecha y la fuerte caída de los precios internacionales, había declinado bruscamente. Las recaudaciones tributarias aumentaban y se estimaba que llegarían a un 10% del PIB, contra el 9.6% del año anterior. El sector público registraba un superávit global. El país estaba realizando, destacaba el informe, un constante progreso hacia la estabilidad macroeconómica y a la reforma estructural.¹

* Ponencia presentada por W. Ashwell, presidente del Banco Central del Paraguay, en la XXXVII Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales del Continente Americano, celebrada, en México, D. F., en mayo de 2000.

¹ FMI, *Conclusiones y recomendación de la Misión del FMI* (de mediados de marzo de 1994), 2 de agosto de 1994.

Habían transcurrido apenas seis meses cuando, en medio del fracaso de otra cosecha algodonera, se acentuó bruscamente el congelamiento de activos de diversas instituciones crediticias, particularmente de aquellas que financiaban las actividades productivas del sector primario. Ante el agravamiento de la falta de recuperación de sus Carteras, hacia principios de mayo de 1995, cuatro bancos, que representaban aproximadamente el 10% del capital y reservas del sistema, el 12% de los depósitos y el 14% de la cartera total de préstamos, fueron intervenidos por el BCP y retiradas o suspendidas sus respectivas licencias para continuar operando. Otras siete entidades financieras (cuatro financieras, una casa de ahorro y préstamo para la vivienda y dos entidades de fondos previsionales) fueron igualmente intervenidas. El objetivo de estas intervenciones, se dijo, fue evitar que los problemas de iliquidez de estas instituciones se expandieran al resto del sistema. No se había registrado una disminución de la base total de depósitos del sistema sino una reasignación de los mismos mediante transferencias generalizadas a otras instituciones, particularmente a bancos extranjeros, que merecían una mayor confianza.

El objetivo de las medidas adoptadas por el BCP fue: *i)* separar de sus cargos a los administradores de las entidades intervenidas y asumir el manejo gerencial de las mismas; *ii)* dotar a las instituciones de recursos líquidos para el mantenimiento de sus operaciones; y *iii)* aislarlas a fin de minimizar la propagación de las dificultades al resto del sistema.² Las intervenciones dispuestas pusieron en evidencia un alto volumen de depósitos no registrados para eludir obligaciones impositivas y requisitos de encajes y reservas.

Para mantener la calma entre los depositantes y

² BCP, *Memoria del BCP*, 1995, p. 21.

la liquidez adecuada del sistema, las autoridades monetarias adoptaron un activo programa de asistencia financiera a las entidades más afectadas. El BCP implementó la "Red de Seguridad del Sistema Financiero", por la cual redescotó la cartera de los bancos y empresas financieras hasta el 80% de su valor nominal por un plazo de hasta 90 días, renovable una sola vez. El gobierno decidió además garantizar los depósitos comprometidos y llevar a la práctica un Programa de Fortalecimiento Financiero que habilitaba la posibilidad de financiamiento de largo plazo en apoyo de planes de rehabilitación a aquellas entidades que a juicio de la Superintendencia de Bancos podían revertir sus dificultades de corto plazo con planes de capitalización.

La angustia de recursos líquidos desató en la plaza una intensa pugna entre los bancos y financieras por la captación de ahorros del público que elevó significativamente las tasas de intereses pasivas y activas hasta niveles que hicieron imposible su utilización para el financiamiento de las actividades productivas. La tasa corriente de los préstamos del sistema llegó en un momento a más del 45% para ciertos sectores, en tanto el promedio ponderado de las tasas activas efectivas ascendió a 33.97%, mientras la tasa de inflación era de solo el 13.4 por ciento.

Dentro de este programa, el BCP extendió créditos a los bancos del sistema por aproximadamente 500 millones de dólares, que equivalían al 5.4% del PIB. La masiva asistencia financiera postergó posibles corridas de depositantes y cierres de bancos y financieras, pero la presión inflacionaria, la recesión, la caída del ingreso interno, el desempleo y la propagación de la pobreza crítica en los sectores de bajos ingresos se acentuaron significativamente con la intensificación de la contracción de las actividades productivas.

En la apreciación de la conducción monetaria y de los organismos internacionales que la asesoraban, la crisis financiera estaba originada por causas eminentemente locales. La corrupción generalizada, las deficiencias en la regulación y supervisión de las operaciones bancarias y en el manejo del crédito institucional, y la proliferación de entidades financieras que carecían de idoneidad para manejar exitosamente un negocio que por su naturaleza está inmerso en acontecimientos de riesgo, se mencionaban como causas principales de la crisis. Ya a esos problemas apuntaron las soluciones adoptadas.

Si estas deficiencias afectaran solamente a un país, y no a la generalidad de las naciones, este diagnóstico podría tener sustento. Pero cuando un número demasiado extenso de países se ven afec-

tados simultáneamente por problemas similares de la misma o mayor intensidad, la realidad cambia. Cabe mencionar, entre otros, los casos México (1994), Argentina (1995), Paraguay (1995), Brasil (1997), Hong Kong, Tailandia, Indonesia, Corea (1997), para afirmar que estamos en presencia no de un paciente que tiene dolencias que deben ser tratadas, sino de una epidemia que tiene una causal común y esta causal común no es otra que la aguda contracción del comercio internacional determinada por la fase recesiva del clásico ciclo económico, que en las circunstancias actuales tiene características particulares que determinan su mayor intensidad y su más larga duración. Y esas circunstancias son el fuerte proteccionismo de los dos núcleos industrializados mayores que hace del sistema de libre comercio un libre comercio de una sola vía, que traslada a la periferia la carga de la contracción económica producida por la caída importante de la demanda y los precios de los productos primarios y posterga y demora los beneficios su recuperación.

Luego está la nueva realidad del número aumentado de países que participan en el comercio internacional y la más rápida intercomunicación que existe entre los mismos para la difusión y propagación de sus efectos. En la crisis de 1930 las naciones participantes en el comercio internacional apenas pasaban de 40. Hoy suman más de 200. Y con los medios modernos de comunicación, una suba de los intereses o la caída de los precios del algodón del mercado de Nueva York, repercuten instantáneamente en todos los centros financieros y mercados del mundo. Y finalmente la ausencia de un liderazgo activo que procure la recuperación de los niveles del comercio internacional, como lo era el del Banco de Inglaterra durante la vigencia del patrón oro. En esas circunstancias, las medidas al alcance de los países afectados, la disciplina monetaria y fiscal, el uso intensivo de sus reservas internacionales, la devaluación, la elevación de las tasas de intereses, pueden servir de paliativos pero no de curativos de los problemas que confrontan.

Para corregir las deficiencias indicadas como causales de la crisis, el Paraguay adoptó primero una nueva ley orgánica del BCP y luego una nueva Ley bancaria que consagró, con un rigor aumentado, las normas preventivas de Basilea. La nueva ley liberalizó las medidas de regulación del sistema que previamente existían. Redujo los niveles de encajes legales, y obligó al BCP a pagar intereses por los mismos. Instituyó las letras de regulación monetaria y los intereses pagados por las mismas como los instrumentos básicos de control de la liquidez del sistema.

Con el nuevo régimen instituido, el BCP quedó

además obligado a publicar periódicamente una calificación de la situación patrimonial y de liquidez de los bancos, para orientar a los ahorristas, se decía, en la colocación de sus depósitos. Los depósitos del sector público fueron transferidos masivamente del BCP a los bancos comerciales. Al mismo tiempo se adoptaron normas rigurosas para la calificación de los deudores y la previsión de los riesgos. Para facilitar la integración de reservas y provisiones contra cuentas riesgosas, la ley exoneraba de impuestos los intereses pagados por las letras de regulación monetaria, y las utilidades y provisiones destinadas a cubrir riesgos crediticios, que incidieron sensiblemente sobre la ya delicada situación fiscal.

La constitución de reservas y provisiones contra créditos en mora se convirtió en un santuario para la evasión impositiva. El Instituto de Previsión Social (IPS), ente estatal responsable del sistema de pensiones más importante del país, fue obligado a prestar asistencia financiera a los bancos afectados, aumentando sus depósitos en los mismos, y a financiar, además, parte creciente de la demanda crediticia de los sectores productivos y del transporte público que no eran cubiertos por la banca regular. Al poco tiempo el IPS se transformó en el depositante más importante del sistema, que sumado a la transferencia acelerada de depósitos públicos situados en el BCP a los bancos privados, se convirtió en una activa presión inflacionaria adicional. Hacia finales de 1996, el 98% de los depósitos del Banco de Desarrollo, un banco privado, que al poco tiempo entró en liquidación, pertenecían al IPS y en el Banco de Trabajadores esta participación llegó a aproximadamente el 80 por ciento.

Para contrarrestar el impacto inflacionario de las inyecciones de recursos así realizadas, el BCP intensificó la venta de instrumentos de regulación monetaria, elevando sus colocaciones y los intereses abonados. Por un lado inyectaba recursos para reponer una liquidez perdida y por el otro substrayó recursos líquidos para evitar su impacto inflacionario. Los intereses pagados por el BCP aumentaron hasta un nivel del 29.9%, que sumados a las exoneraciones impositivas que tenían, representaban un beneficio neto a los bancos de aproximadamente el 45%. Con estas colocaciones los bancos encontraron en el BCP un filón nuevo para sus inversiones que tenía un bajo costo, un riesgo nulo y una alta rentabilidad. En un corto plazo el BCP se convirtió en la mayor fuente de utilidades de los bancos y en el mayor deudor del sistema. Las operaciones crediticias a las actividades productivas y comerciales se contrajeron substancialmente, agudizando las penurias de los sectores productivos.

En el caso paraguayo, los factores locales mencionados como causales de la crisis podrían haber sido agravantes del proceso desatado, pero la causa detonante fue sin dudas la fuerte caída de los ingresos y del poder de compra del sector agrícola determinada por la baja aguda de los precios internos e internacionales, primero del algodón y posteriormente de la soja, que impidieron al sector rural, a cumplir las obligaciones crediticias asumidas para la preparación de sus cultivos y a adquirir los bienes preparados por el comercio y la industria para abastecer la demanda aumentada esperada con el levantamiento y comercialización de la cosecha. Estos dos productos hacen aproximadamente el 90% de las exportaciones del país. Como la fuerte contracción de los ingresos y de las compras del sector, productores rurales, industriales y comerciantes entraron masivamente en una simultánea mora con el sistema crediticio que determinó el congelamiento de sus carteras y su generalizado estado de iliquidez. Las provisiones sobre las obligaciones que incurrieron en mora fueron considerablemente aumentadas y el refinanciamiento y el otorgamiento de nuevos créditos a los sectores productivos quedaron virtualmente interrumpidos.

Las medidas así aplicadas no hicieron sino reducir la oferta crediticia y acentuar el incremento de las tasas de interés de los créditos presionando adversamente su dinamización. Bastaba la publicación, del BCP, de los cambios de los índices de liquidez de los bancos del sistema para desatar la corrida de depositantes de los bancos subcalificados. El pánico se generalizó en la plaza y la crisis financiera acentuó la contracción recesiva de las actividades productivas y comerciales. El desempleo se elevó a niveles desconocidos en las últimas cinco décadas. El sector industrial operaba a menos del 50% de su capacidad instalada. La paralización del sector rural se intensificaba. Estos fenómenos indujeron una intensa migración rural con sus efectos negativos sobre el desempleo y la seguridad ciudadana. La caída de las disponibilidades de los recursos fiscales redujo substancialmente la inversión pública e imposibilitó los aportes locales requeridos para la utilización de los créditos ya acordados con los organismos multilaterales y el servicio regular de la deuda externa. El flujo de recursos con los organismos multinacionales de crédito se volvió negativo.

En esas circunstancias, las ventas masivas de cambio al mercado, originaban la pérdida acumulativa de reservas del BCP y acentuaba al mismo tiempo la sobrevaluación creciente de la moneda local que deterioraba aun más las posibilidades competitivas de las exportaciones. Ante la expansión monetaria derivada del crédito al sistema fi-

nanciero y del déficit fiscal, el mantenimiento del tipo de cambio fue utilizado como ancla nominal de los precios. Pero los cuantiosos recursos proveídos por las entidades públicas y el BCP resultaban insuficientes para contener la desconfianza y el retiro generalizado de depósitos. La pérdida de reservas internacionales llevó las disponibilidades liquidas del BCP a niveles críticos que hacían presagiar un colapso cambiario. Con las nuevas calificaciones de riesgos el 90% de los productores agrícolas y aproximadamente el 60% del sector industrial resultaron inelegibles para acceder al crédito bancario. Y las ya agudas dificultades se intensificaron aun más con la importante devaluación del real que alteró radicalmente las posibilidades de intercambio con el Brasil, que por entonces absorbía más del 50% de las exportaciones del país. El comercio con ese país se revierte y el Paraguay se convierte en importador neto de productos brasileños no solo manufacturados sino también de productos primarios que desplazan y abaten la participación de la producción nacional en el abastecimiento del mercado interno. El mercado local resultaba inundado de productos brasileños ofertados a casi la mitad de los precios locales. Y los problemas se agudizan. El desempleo se generaliza, la tensión social se acentúa y la crisis financiera se propaga. Hacia fines de 1998, 51 instituciones financieras (13 bancos y 28 financieras, 4 casas de cambio y 6 entidades de ahorro y préstamos) que hacían que casi la mitad del sistema habían entrado en oleaje acumulativo, en un proceso de liquidaciones y quiebras.

La inyección de recursos públicos al sistema, que ascendió a 1 000 millones de dólares, aproximadamente el 10% del PIB, resultó insuficiente para contener el agravamiento de la crisis. El sector agrícola estaba virtualmente paralizado. La tendencia evidente era al colapso de la economía paraguaya por la paralización creciente de las actividades productivas y comerciales y la incapacidad del sistema fiscal para atender sus obligaciones regulares. Los pagos del gobierno se efectuaban con atrasos sensibles y la inversión pública estaba virtualmente paralizada.

En esas circunstancias se produce la crisis política asociada con el asesinato del vicepresidente de la República, Luis María Argaña, y el cambio de gobierno. El nuevo gobierno, designado con el acuerdo de las representaciones parlamentarias de los partidos políticos del país, encara una rectificación fundamental de la política económica y monetaria.

Sin descuidar las metas macroeconómicas, busca la reactivación de las líneas tradicionales de producción, abandonando los intentos vanos de diver-

sificación de las exportaciones y de abandono de los cultivos de algodón y soja que recomendaban las consultorías internacionales. La diversificación y sustituciones de las exportaciones no es una tarea de corto plazo y no puede ser una herramienta para contrarrestar fluctuaciones coyunturales de la balanza comercial. Suspende la publicación del CAULA, y concentra la difusión de indicadores de gestión del sistema a los índices de capital, activos, administración, utilidades, depósitos, sin incluir los indicadores de liquidez. Deja fluctuar la cotización cambiaria manteniendo un mercado libre de cambio y un sistema de libre comercio internacional. El tipo de cambio registra una depreciación de aproximadamente el 20% que contribuye a contener la demanda de importaciones y eleva las posibilidades competitivas de la producción nacional. Para intensificar el financiamiento de la reactivación de las actividades productivas y evitar su financiamiento con recursos internos, que inevitablemente resultarían inflacionario, acude al mercado de capitales. Hace una emisión de bonos del Tesoro nacional por 400 millones de dólares en el mercado internacional con una colocación privada que es negociada a su valor nominal a una tasa de interés LIBOR de 180 días más 1%. Al mismo tiempo que reduce la tasa pagada por las letras de regulación monetaria del 29.9% al 13.5%, el banco rebaja substancialmente sus colocaciones de letras para reponer la liquidez del sistema y estimular la intensificación de las operaciones de crédito de los bancos que habían sobrevivido a la crisis.

Se mantuvo al mismo tiempo una fuerte disciplina fiscal. Parte importante del financiamiento externo movilizado se destina a la reactivación de las obras camineras y a la integración del aporte local para la más activa movilización de los recursos del crédito de las instituciones multilaterales que estaban paralizados.

Con estas medidas se logran una intensa reactivación de la producción primaria de bienes de exportación, algodón y soja principalmente, un aumento sustantivo de la inversión pública en obras viales y una reducción acumulativa del desempleo en esos sectores. Con el aumento de la producción primaria, se logra un incremento de las exportaciones en un 20%. Se estabiliza el mercado cambiario y revierte el agudo proceso inflacionario. La tasa de inflación del año se redujo al 5.4%. Con el aumento de las exportaciones, el BCP comenzó a reponer sus pérdidas de reservas. Este proceso se ha visto favorecido con la recuperación reciente, aunque todavía reducida, de los precios internacionales del algodón y particularmente de la soja. La inversión pública aumenta significativamente.

En ese marco de recuperación económica, el

acuerdo del Mercosur ha sido para el Paraguay un refugio protector significativo. Nuestras exportaciones al área aumentaron al 70% del total, comparado con el 30-40% que era anteriormente. Su consolidación creciente resultó para el país un instrumento eficaz para su estabilidad y desarrollo. Al respecto, no creemos que la dolarización de las economías de la región y la adopción de una moneda común que hoy se plantean sean necesidades perentorias, sino más bien estimamos que la coordinación adecuada de políticas macroeconómicas, que ya ha sido consensuada en la última reunión cumbre de Montevideo y que se encuentra en vías de implementación, es la necesidad más urgente para lograr la mayor eficacia en los esfuerzos de recuperación del desarrollo de la región.

La experiencia paraguaya aquí resumida, nos permite recoger las conclusiones que se señalan a continuación:

- La reforma observada en el sector financiero no pudo ser acompañada con una oportuna reforma en otros sectores de la economía, como el fiscal, el régimen de pensiones y empresas públicas y mercado de capitales. Esto impidió la implementación de políticas de incentivo al ahorro fiscal y privado que hubieran minimizado el impacto de la crisis, a través de la generación de mecanismos fiscales estabilizadores y sistemas de financiamiento alternativos al sector productivo, evitando mayores rigideces a la gestión monetaria.
- El entorno externo resultaba fuertemente negativo para impulsar el ritmo apropiado a estas reformas. No tiene sentido la imposición dogmática de normas de liberalización de políticas públicas si la competitividad del país encuentra serios obstáculos en el ámbito internacional. Más bien, podría incluso inhibir aun más la recuperación económica luego de las crisis. Resultan más apropiadas reformas moderadas y con ritmos graduales, para dar “tiempo” al mercado y a los agentes económicos a una correcta interpretación de los fundamen-

tos de las nuevas medidas de política y sus instrumentos.

- La gradualidad de la liberalización del sistema bancario debe ir en mano con el fortalecimiento de la capacidad de supervisión y con regulaciones mejor definidas, con el objetivo de que los agentes que participan del mercado financiero interpreten mejor las reglas de juego y que fortalezcan su competitividad, basada fundamentalmente en principios de solvencia.
- No obstante ello, la efectividad de lo mencionado dependerá esencialmente de la fortaleza del marco legal y de la fortaleza institucional de la autoridad monetaria, donde su independencia técnica adquiere un papel relevante.
- Finalmente, la experiencia ha demostrado que el sector privado debe ser parte fundamental de ese esfuerzo de contención y recuperación para minimizar los efectos de las crisis financieras. Debe necesariamente acompañar el esfuerzo público para contrarrestar mejor los efectos de la crisis para su más rápida y efectiva solución.

En esta apretada síntesis hemos querido destacar la insuficiencia de las medidas macroeconómicas internas para mantener los niveles de ocupación y de ingresos de un país en un marco de crisis y contracción del comercio mundial. La coyuntura negativa del mercado internacional y el proteccionismo agudo de los grandes centros industriales siguen gravitando para contrarrestar las posibilidades nuevas de la globalización para la reactivación y el desarrollo de nuestras economías y destaca la importancia aumentada de la cooperación internacional para superar las agudas dificultades coyunturales y estructurales que confrontan en esta hora difícil nuestras naciones.

Agradezco la atención que nos han dispensado. Quedo a disposición de ustedes para cualquier aclaración que estimen necesaria.

El papel de las reservas internacionales*

Germán Suárez Chávez

I. Introducción

Con relación al rol de las reservas internacionales me referiré, en la segunda sección, a la experiencia del Perú durante los dos últimos años; y, en tercer lugar, a ciertas consideraciones sobre el nivel adecuado de reservas.

II. Experiencia del Perú y las reservas internacionales

Las reservas internacionales netas del Perú son del orden de 8 800 millones de dólares. Este monto equivale a 15 meses de importaciones. Asimismo, excede en 20% al total de obligaciones de corto plazo del país más la amortización de la deuda externa a pagarse en un año.

De otra parte, el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos equivale al 3.5% del producto bruto interno (PBI). Este déficit es financiado en 90% por capitales privados de largo plazo e inversión extranjera directa.

Los indicadores de liquidez internacional son actualmente más favorables que en 1998 y 1997, a pesar de una disminución de las reservas internacionales respecto al nivel de hace tres años que fue de 10 200 millones de dólares.

Desde 1991, el Perú viene aplicando una política de libre entrada y salida de capitales, un régimen de tipo de cambio flotante y no hay restricciones al comercio exterior e inversión extranjera.

* Ponencia presentada por G. Suárez Chávez, presidente del Directorio, del Banco Central de Reserva del Perú, con el título "El papel de las reservas internacionales en condiciones de alta movilidad de capitales y una tendencia a mayor flexibilidad cambiaria", en la LXX Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales de América Latina y España, celebrada, en México, D. F., durante mayo de 2000.

Asimismo, la tasa de interés es determinada por el mercado.

De otro lado, existe una marcada dolarización del sistema bancario que empezó en 1980. Actualmente el 61% del total de obligaciones del sistema financiero con el sector privado corresponde a depósitos en dólares.

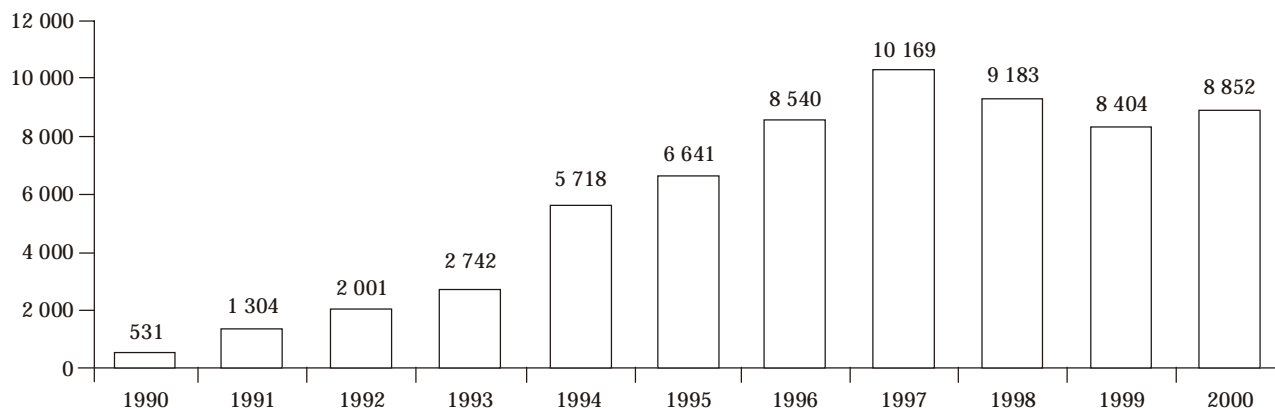
En este contexto, el Perú al igual que otros países de la región, sufrió los efectos negativos causados por la crisis asiática, la moratoria de la deuda rusa y las expectativas y ajustes cambiarios en Brasil. Pero, además, el fenómeno de "el niño" produjo en el Perú severos daños durante 1998: las exportaciones de harina de pescado disminuyeron fuertemente, hubo una baja en la producción agrícola y problemas de transporte de alimentos y minerales.

¿Qué hicimos? Enfrentar todos estos *shocks*, buscando preservar los equilibrios macroeconómicos alcanzados hasta 1997.

Lo que principalmente ayudó a contrarrestar sus efectos negativos fueron la disciplina fiscal y monetaria, y el mantenimiento de un régimen de tipo de cambio flotante. Asimismo, la mejora de la supervisión bancaria de mediados de la década, facilitó que se atenuaran parcialmente los efectos de los ajustes en la demanda interna y del tipo de cambio real sobre la solvencia del sistema bancario. Las reglas de supervisión, inclusive, se fortalecieron, continuándose con el aumento de los ratios requeridos de provisiones por malas deudas.

Se trató que la economía se ajustara ordenadamente a un escenario internacional, que mostraba un fuerte deterioro de los precios de las materias primas, y una reducción de los capitales de corto plazo. La política monetaria mantuvo su objetivo de que la inflación siguiera disminuyendo. En 1998 fue de 6%, y el año pasado, la inflación fue de 3.7%. Asimismo, se tuvo cuidado de que las políticas

GRÁFICA I. PERÚ: RESERVAS INTERNACIONALES NETAS DEL BCRP, 1990-2000 (en millones de dólares)



macroeconómicas no exacerbaban más el déficit de balanza de pagos. Esto es, que ante la caída de las exportaciones la brecha comercial no aumentara.

Todo esto significaba no sólo continuar con la disciplina fiscal, sino que el manejo monetario-cambiario propiciara una depreciación del tipo de cambio real, y que las tasas de interés contrarrestaran en parte los ataques a la moneda local.

En contados casos el banco central debió vender parte de sus reservas internacionales. Sin embargo, al final la intervención del banco central en el mercado cambiario arrojó un saldo positivo. Es decir, se compraron más dólares de los que se vendieron durante 1998-99.

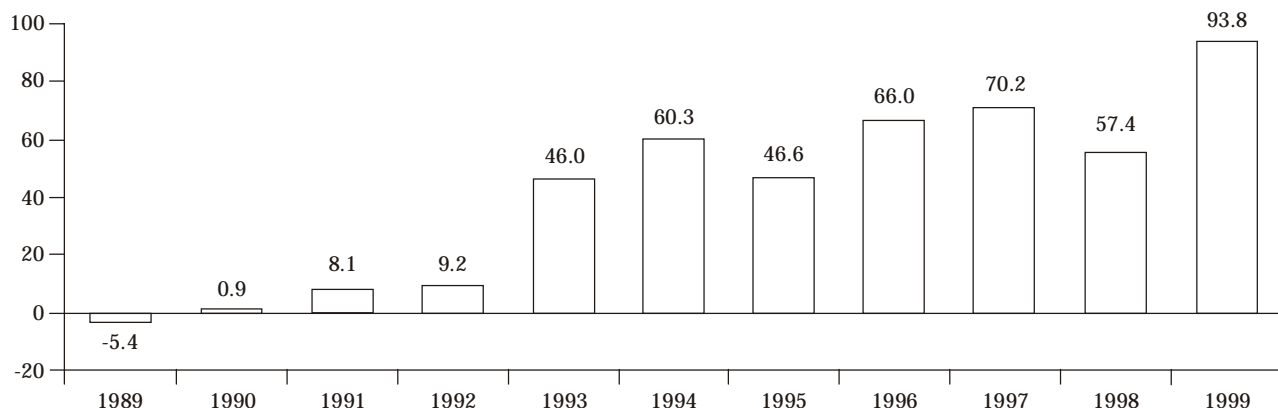
Asimismo, ante la aguda disminución de las líneas de crédito del exterior –por causa de la crisis rusa– el banco central otorgó redescuentos en dólares al sistema financiero y redujo la tasa de encaje medio en 4½ puntos porcentuales. Mediante esta reducción, se liberó fondos de encaje –que forman parte de las reservas internacionales– por 420 millones de dólares, lo que permitió atenuar los efectos de iliquidez en moneda extranjera de la banca local.

De otro lado –como consecuencia de una caída en los ingresos tributarios reflejo de la reducción de la demanda interna– el fisco se vio obligado en 1999 a usar parte de sus depósitos en moneda extranjera, que son también un componente de las reservas internacionales. Aquí justamente se evidencia el *trade-off* entre una emisión de bonos para repagar deuda y un *stock* adecuado de reservas internacionales que, en época de crisis, evita endeudarse a un costo más alto.

En síntesis, las reservas internacionales se redujeron en 1 765 millones de dólares durante 1998-1999. Es decir, el 17.4% de las reservas que teníamos al 30 de diciembre de 1997. Tal disminución permitió contrarrestar los efectos de:

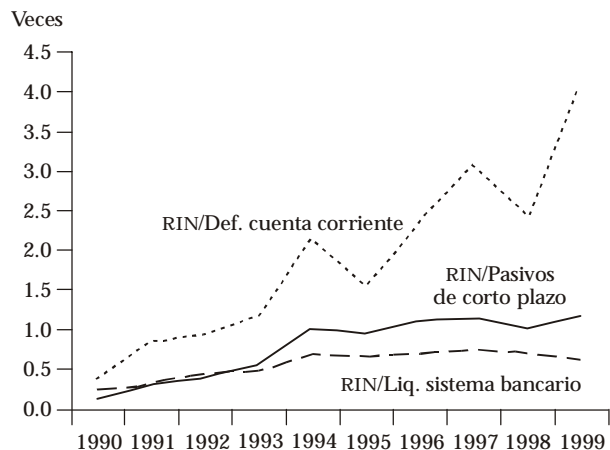
- la contracción de las líneas de crédito de los bancos del exterior;
- la caída de los precios del cobre y de otros minerales;
- la caída de la producción de harina de pescado por el fenómeno del niño; y,

GRÁFICA II. PERÚ: CAPITAL DE LARGO PLAZO DEL SECTOR PRIVADO^a COMO PORCENTAJE DEL DÉFICIT EN CUENTA CORRIENTE, 1989-99



^a Incluye inversión directa extranjera y excluye ingresos por privatización.

GRÁFICA III. PERÚ: INDICADORES DE LIQUIDEZ INTERNACIONAL, 1990-99



– la baja en la recaudación tributaria por la contracción de la demanda interna.

El nivel de reservas internacionales –en diciembre de 1997– con el que se enfrentó la crisis financiera internacional fue bastante solvente. Evitó una fuente adicional de desequilibrio que hubiera sido tener un nivel insuficiente de reservas para afrontar las crisis. Es decir, para encarar las presiones provenientes de la caída de los capitales de corto plazo, de un mayor déficit de la balanza comercial, y de los vencimientos del servicio de la deuda externa pública y privada.

Asimismo, la posición de cambio del banco central era equivalente a 1.3 veces la base monetaria. El total de reservas internacionales cubría casi el 75% de la liquidez total del sistema bancario. Y, por último, la banca tenía activos líquidos en dólares, que representaban el 32% de sus obligaciones en moneda extranjera. Esto como consecuencia de la política de mantener un alto encaje.

No obstante, en el proceso de ajuste, la solvencia

Cuadro 1

PERÚ: INDICADORES DE LIQUIDEZ INTERNACIONAL, 1997-99

	1997	1998	1999
RIN/pasivos de corto plazo ^a	1.2 veces	1.0 veces	1.2 veces
RIN/liquidez total del sistema bancario (%)	74.6	70.6	63.5
RIN/liquidez en MN del sistema bancario	2.1 veces	2.3 veces	2.1 veces
RIN/emisión primaria	5.8 veces	5.8 veces	5.0 veces
RIN/importaciones mensuales	14 meses	13 meses	15 meses
Posición de cambio/emisión primaria	1.3 veces	1.3 veces	1.5 veces
Activos líquidos de la banca en ME/obligaciones en ME (%) ^b	32.3	28.3	32.4

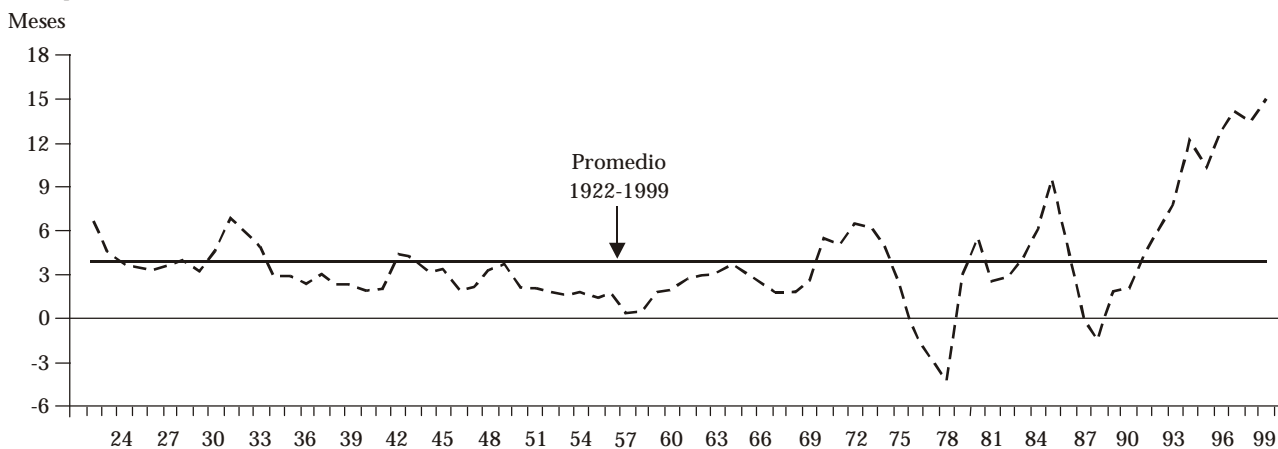
^a Considera el total de pasivos externos de corto plazo del sector público y privado (incluyendo sistema financiero) más la amortización de la deuda externa pública y privada de los siguientes 12 meses. ^b Considera como activos líquidos a los fondos de encaje y los depósitos en el exterior. Las obligaciones consideran tanto pasivos externos como internos en moneda extranjera.

de la banca se vio afectada: la cartera morosa con respecto al patrimonio llegó a 35%. Y, de otra parte, la cartera pesada con relación a las colocaciones totales aumentó del 5 al 9%, a fines del año pasado.

Hubo necesidad de que el tesoro público y la corporación financiera de desarrollo –que actúa como banco de segundo piso– apoyaran al sistema bancario para resolver sus problemas de liquidez y solvencia.

Todo esto se realizó mediante emisiones de bonos del tesoro público contra cartera de créditos,

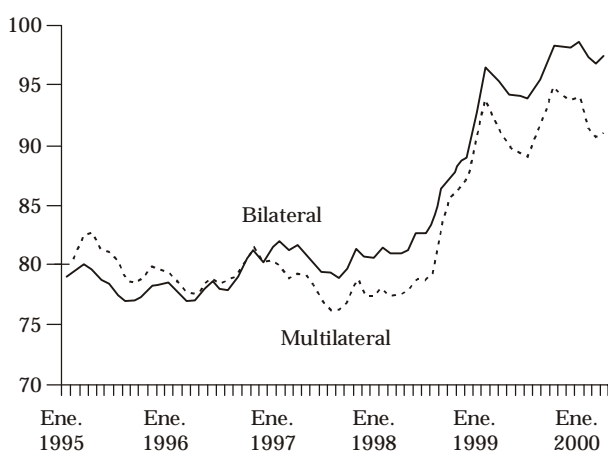
GRÁFICA IV. PERÚ: RESERVAS INTERNACIONALES NETAS DEL BCRP E IMPORTACIONES DE BIENES, 1922-99 (en meses de importaciones de bienes)



para facilitar liquidez a los bancos que lo necesitaran y permitir en otros casos, su reestructuración.

En síntesis, en estos años de turbulencia internacional, la capacidad financiera del Perú no se vio afectada de manera considerable. Asimismo, se puede apreciar que el actual nivel de reservas internacionales del Perú –después de pasar las recientes crisis– es suficientemente alto, lo que hace –a la economía peruana– menos vulnerable ante posibles presiones especulativas sobre el tipo de cambio. Es decir, para enfrentar corridas bancarias o escenarios de salida o de no entrada de capitales de corto plazo.

GRÁFICA V. ÍNDICE DE TIPO DE CAMBIO REAL, ENERO DE 1995-ABRIL DE 2000



Asimismo, el régimen de flotación cambiaria ha permitido durante 1998 y 1999 un ajuste en el tipo de cambio nominal de 15 y 11%, respectivamente, y una mejora en el tipo de cambio real de 13 y 7 por ciento.

De esta manera, el régimen de flotación cambiaria y la disponibilidad de reservas internacionales, en el contexto de una política fiscal viable, han permitido en el período reciente de salida de capi-

tales y choques externos adversos, mantener la estabilidad macroeconómica y crear condiciones para un crecimiento económico sostenido.

III. Algunas consideraciones sobre el nivel adecuado de reservas internacionales en economías emergentes

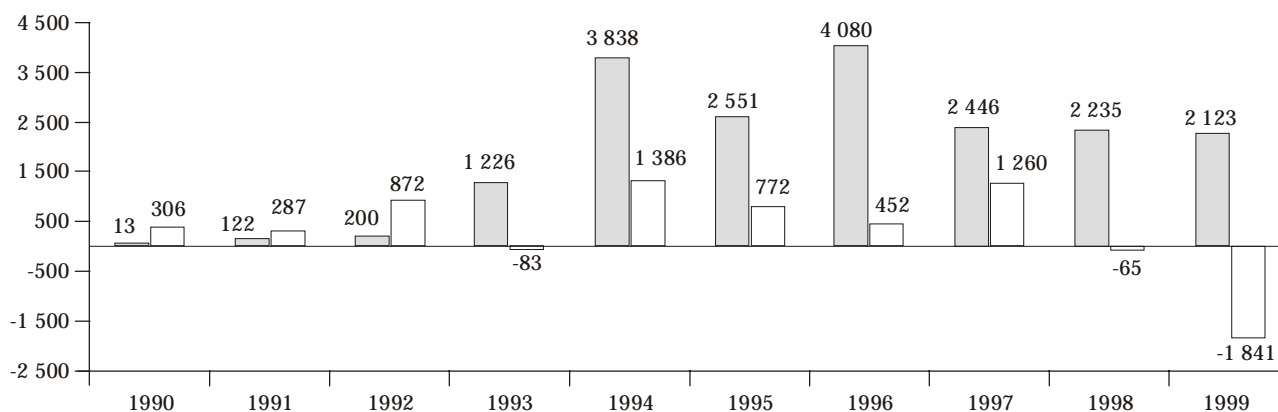
¿Cuáles fueron las lecciones que nos han dejado las recientes crisis financieras internacionales?

En situaciones de incertidumbre y turbulencia, los inversionistas institucionales reducen sus posiciones de inversión en la mayoría de países emergentes de la región. Como consecuencia de ello, se observan fluctuaciones excesivas en las tasas de interés y el tipo de cambio. Esta situación afecta notablemente el desempeño de las economías, aun cuando éstas mantengan sólidos fundamentos macro-económicos.

Entre las lecciones que han dejado las recientes crisis financieras para los mercados emergentes pueden mencionarse:

1. Contar con un nivel solvente de reservas internacionales. Es preciso tener recursos líquidos para afrontar una salida significativa de capitales. Un adecuado nivel de reservas mejora la credibilidad y confianza de los inversionistas institucionales en la economía, lo cual reduce la probabilidad de que surja o se acentúe una salida abrupta de capitales.
2. Una mayor flexibilidad cambiaria. El régimen de tipo de cambio flexible permitió en el Perú absorber el impacto de salidas de capitales, sin pérdida excesiva de reservas internacionales y con un aumento gradual del tipo de cambio. Al mismo tiempo se continuó con una política monetaria anti-inflacionaria y un estricto manejo fiscal.

GRÁFICA VI. PERÚ: FLUJOS DE CAPITALES PRIVADOS, 1990-99 (millones de dólares)



3. Una adecuada supervisión bancaria. La aplicación estricta de normas prudenciales ayuda a evitar que los bancos asuman una sobrexposición al riesgo, cuando la economía está en una fase expansiva. Para ello se requiere, además, un nivel de capitalización adecuado y una estructura apropiada de las operaciones financieras por plazos y monedas.

4. Reducir las posibilidades de contagio. La disponibilidad de líneas de crédito para economías emergentes –que tienen una sólida posición macroeconómica y de reservas internacionales– ayudaría a que los mercados las diferencien de las economías en crisis.

Por supuesto, en este tema hay mucho por discutir. Particularmente sobre las condiciones establecidas por el FMI para tener acceso a su línea de crédito contingente. O sobre las posibilidades de otras fuentes para obtener apoyo de liquidez en el corto plazo, que podrían constituir mecanismos alternativos o complementarios al del Fondo Monetario.

Las experiencias recientes plantean al mismo tiempo, ciertos temas de reflexión.

El primer tema es la relación entre las reservas internacionales y el régimen de tipo de cambio flexible.

En teoría, se podría argumentar que, a diferencia de un sistema de tipo de cambio fijo, bajo un régimen cambiario flexible no habría necesidad de mantener reservas internacionales porque no existe el compromiso de defender un tipo de cambio pre-establecido. El tipo de cambio se ajustaría a la evolución de los fundamentos de la economía, particularmente a las variaciones en los términos de intercambio o en la percepción del riesgo-país.

Sin embargo, como hemos visto en el caso del Perú, aun bajo un régimen de tipo de cambio flexible se requiere contar con un nivel apropiado de reservas internacionales por las siguientes razones:

- Por la alta movilidad de capitales de corto plazo que caracteriza a la globalización de los mercados. Los mercados de capitales no siempre se guían por el manejo de políticas monetarias y fiscales prudentes que realiza una economía emergente, o por su sólida posición de reservas. Todos sabemos de los efectos negativos que la moratoria rusa causó sobre el resto de economías emergentes.

La interrupción de pagos de obligaciones externas por Rusia, en agosto de 1998, desembocó en un comportamiento de pánico que se tradujo en una brusca modificación de la percepción

de riesgo-país para las economías emergentes (“efecto contagio”).

Es importante –para cualquier economía– estar preparada para hacer frente a las obligaciones con el exterior y reducir los costos de ajuste en términos del PBI. Además, cuando los mercados entran en pánico, el nivel de la liquidez internacional de un país se constituye en un indicador clave para dar confianza a los inversionistas nacionales y extranjeros.

Asimismo, la liquidez internacional es particularmente útil en casos de economías altamente dolarizadas en que los bancos pueden tener problemas de calce de sus activos y pasivos, en moneda extranjera, o de deudores no generadores de dólares. Bajo este escenario conviene mantener un nivel relativamente más alto de reservas que en el caso de economías que no están dolarizadas.

- Porque un régimen de tipo de cambio flexible puede estar acompañado de intervenciones del banco central en el mercado cambiario para suavizar fluctuaciones bruscas que resultan de conductas especulativas. En ese sentido, las intervenciones cambiarias del banco central funcionan como señales al mercado de que cierto nivel de tipo de cambio es inconsistente con los fundamentos de la economía.

En algunos países, como en el Perú, las intervenciones cambiarias, en términos netos, han significado un aumento sustancial en la posición de cambios del banco central, contribuyendo así a la acumulación de reservas internacionales.

El segundo tema es ¿cuál debe ser el nivel óptimo de reservas internacionales o qué factores deben ser considerados en su determinación?

La vulnerabilidad externa de la posición financiera –y por ende la necesidad de un adecuado nivel de reservas internacionales– puede visualizarse teniendo en cuenta, principalmente, cinco aspectos:

- la caída de los precios internacionales de las exportaciones de materias primas;
- la volatilidad de los capitales de corto plazo;
- el nivel del servicio de la deuda externa, pública y privada, sujeta también a los vaivenes de las tasas de interés y de los tipos de cambio de las monedas-reserva;
- las percepciones negativas con respecto a la fortaleza de la moneda local; y,

- la exposición del sistema bancario de un país en operaciones de derivados.

Indudablemente que la preponderancia que se pueda dar a cada una de estas fuentes potenciales de presión sobre las reservas internacionales, dependerá del grado de integración, comercial o de capitales, que una economía tenga con el resto del mundo.

En cualquier caso es difícil determinar con exactitud el nivel o rango óptimo de reservas. Si bien es útil el uso de varios indicadores, sus niveles deben ser analizados en el contexto de las perspectivas macroeconómicas y de balanza de pagos –particularmente del perfil de la deuda externa de un país– a corto y mediano plazo. Al mismo tiempo, es conveniente tener en mente que el nivel de reservas es un factor importante en la evaluación de riesgo soberano que realizan las agencias de clasificación de riesgos. Esto es, hay que considerar además la percepción de los mercados respecto al nivel óptimo de reservas internacionales.

Ahora bien, bajo la hipótesis de posibles crisis financieras internacionales, el nivel óptimo de reservas debe tomar muy en cuenta las presiones que enfrentaría una economía en un escenario extremo de salidas de capitales. El nivel de reservas internacionales debería permitir cubrir, al menos, las obligaciones en moneda extranjera del sector público y privado en los siguientes 12 meses, incluyendo la deuda en dólares con residentes, y las posibles salidas de capital.

Otro aspecto que merece atención es el respaldo de la moneda local, para lo cual los indicadores de reservas internacionales netas con relación a los agregados monetarios resultan útiles para observar el grado de fortaleza de la moneda local. Más aún cuando a veces hay duda de la solvencia de un sistema bancario. Las percepciones de los mercados respecto a la vulnerabilidad de la moneda y del sistema bancario podrían generar corridas de capitales. De ahí que sea conveniente un buen respaldo de la moneda nacional. Este respaldo puede ser mucho más bajo en economías con una demanda estable por dinero y con una alta confianza en su moneda.

Aun cuando este tipo de ratio –al igual que el de reservas con importaciones– no fue muy útil en la predicción de las recientes crisis financieras, es –en una economía altamente dolarizada– un buen indicador del respaldo de la moneda local.

Con respecto a los dos grupos de indicadores señalados anteriormente, puedo decir que en el Perú, el nivel de reservas internacionales sobre el total de obligaciones de corto plazo con el exterior, equivale a 1.2 veces. En la actualidad el nivel de re-

servas internacionales netas excede en 20% al total de pasivos externos de corto plazo (incluyendo al sector financiero) que asciende a 4 900 millones de dólares más la amortización de la deuda externa de un año que es 2 200 millones de dólares.

En términos de capacidad de las reservas internacionales para cubrir retiros de depósitos bancarios, el ratio de reservas con respecto a la liquidez total (M_3) es de 64%. Asimismo, es el doble del total de pasivos del sistema bancario en moneda nacional.

Un tercer tema se refiere a la participación del sector privado en la prevención y solución de crisis y su impacto sobre el nivel requerido de reservas internacionales.

Indudablemente que es importante establecer mecanismos efectivos para reducir las posibilidades de que surjan problemas generados por una exposición excesiva al riesgo tanto de acreedores cuanto de deudores privados, incluyendo el riesgo moral. Al involucrar al sector privado se hace explícito que deberá compartir la carga del ajuste requerido, por lo que se fortalece la disciplina del mercado y se propicia un proceso de ajuste más ordenado.

No obstante, si se estableciese un mecanismo preventivo y una participación voluntaria del sector privado en la solución de la crisis, tal hecho no debiera significar que un país relaje sus políticas preventivas, sino más bien se hagan esfuerzos propios para reducir sustancialmente las probabilidades de nuevas crisis. Es decir, dicha participación no debiera inducir a un menor nivel de reservas internacionales.

Para terminar, debo señalar –como nos consta a todos nosotros– que un adecuado manejo de las reservas internacionales –en un contexto de alta movilidad de capitales– requiere de un manejo prudente de la política monetaria y fiscal, así como de una supervisión bancaria preventiva que no relaje sus estándares de evaluación. En el primer caso, se debe mantener el control de la inflación para evitar que la incertidumbre del mercado cambiario genere un espiral de devaluación-inflación. En tanto, la política fiscal debe continuar con una posición equilibrada, ajustada por el menor ingreso temporal asociado a la menor actividad económica. El deterioro de las cuentas fiscales debido al período recesivo puede ser financiado con activos líquidos del propio sector público. Esto, además, daría espacio para enfrentar situaciones en que se restrinjan las líneas de crédito del exterior o se eleven sus costos financieros. En general, un adecuado manejo macroeconómico y de reservas internacionales tiende a reducir la desconfianza de los agentes económicos y disminuye la posibilidad de una salida abrupta de capitales.

Metas de inflación*

Edward M. Gramlich

I. Introducción

De tiempo en tiempo, las opiniones sobre la forma en que los bancos centrales deben operar, se han enfocado hacia la fijación de los tipos de cambio, la estabilización de la tasa de crecimiento de la oferta monetaria, la facilitación del crecimiento del ingreso nominal o el establecimiento de tasas de interés a corto plazo a través de un instrumento regulador. Sin embargo, recientemente tanto economistas académicos como banqueros han diseñado un nuevo procedimiento que puede tener más eficacia que estos otros enfoques y que ciertamente ha sido adoptado ampliamente por todo el mundo. Este nuevo procedimiento, llamado “metas de inflación”, compromete esencialmente a los bancos centrales de los países a definir una meta de inflación, que usualmente se expresa como una baja y positiva tasa de inflación sujeta a cierto margen de error y cierta tolerancia a los choques en los precios externos.

Nueva Zelanda fue el primer país en adoptar formalmente el régimen de las metas de inflación en 1990. Fue seguida rápidamente por Canadá, el Reino Unido, Suecia y Australia. El Banco Central Europeo cuando menos alude a las metas de inflación en sus declaraciones estratégicas como muchos otros países en Europa del este que aspiran a ingresar a la Unión Europea. Por lo menos diez países emergentes de economía de mercado han adoptado las metas de inflación como un modo de corregir problemas de inflación persistentes, tan sólo en los últimos meses Turquía, Suiza y Sudáfri-

ca han anunciado que utilizarán las metas de inflación. Haciendo una estimación, el número de países que ya cuenta con un régimen de metas de inflación, ya sea formal o informal, es de cerca de treinta. Pero algo más estimulante es el hecho de que no hay un solo país que haya adoptado el régimen de las metas de inflación y luego lo haya abandonado.

Una excepción notable es la de Estados Unidos. Mientras que los banqueros estadounidenses frecuentemente han marcado la importancia de controlar la inflación, Estados Unidos nunca ha adoptado un régimen formal de metas de inflación. El Sistema Federal de Reserva opera con la Ley Federal de Reserva, que requiere que ésta logre máximo empleo junto con estabilidad de precios. Pero tanto en la comunidad académica como dentro del Congreso hay personas que piden un cambio. En una serie de artículos y libros, Bernanke, Laubach, Mishkin y Posen (1999) han propuesto que Estados Unidos adopte un régimen explícito de metas de inflación. El senador Connie Mack ha introducido una propuesta de ley respecto a esto dentro del Congreso, pero hasta ahora no ha sido adoptada.

Reconociendo que la pregunta sobre si Estados Unidos debería adoptar las metas de inflación, es a fin de cuentas, una prerrogativa congresista; aun así uno podría preguntarse en forma normativa si Estados Unidos debería implantar las metas de inflación. La pregunta es difícil de contestar. Mientras que las metas de inflación parecen haber sido muy efectivas alrededor del mundo, las precondiciones para el éxito podrían no ser relevantes para este país. Viendo el fuerte compromiso estadounidense de controlar la inflación, al final puede haber poca diferencia entre el tipo de la política monetaria practicada actualmente en Estados Unidos y el modo en que se practica el régimen de metas de inflación, flexible y orientado hacia adelante,

* Traduce y publica el CEMLA con la debida autorización, los comentarios del gobernador E. M. Gramlich, miembro de la Junta de Gobernadores del Sistema Federal de Reserva, ante el Economic Club, de Charlotte, Carolina del Norte, el 13 de enero del presente año.

que es como se practica en muchos países. Finalmente, aunque se pueden encontrar circunstancias económicas en donde las metas de inflación funcionarán adecuadamente, también se pueden imaginar circunstancias en las que aun las metas inflacionarias flexibles y orientadas hacia adelante podrían no trabajar de igual manera, alguna de estas circunstancias puede ejemplificarse en el pasado reciente de Estados Unidos.

II. Aspectos básicos de las metas de inflación

Describir un régimen de metas de inflación es sencillo. Un país, o su banco central, se compromete a controlar la inflación con un objetivo explícito, usualmente con cierta tolerancia alrededor de este objetivo. Los choques de precios obvios, como los impuestos indirectos, los precios de las materias primas o las mismas tasas de interés, son usualmente excluidas en los cálculos de las metas de inflación. Muchos regímenes de metas de inflación permiten flexibilidad para la búsqueda de otros objetivos como son la estabilización del producto, aunque el compromiso principal de un banco central es controlar la inflación. Dados los espacios en la política monetaria, muchos regímenes también ven a futuro, en el sentido de que el banco central opera en contra de la inflación esperada en un futuro y no en contra de la inflación actual.

Normalmente se exigen tres requisitos de racionalidad para los países que deseen adoptar el régimen de las metas de inflación: la adopción de un ancla nominal para la política, la transparencia y la credibilidad. Un ancla nominal puede requerirse si los países permiten a sus tipos de cambio variar y cuando no fijan un objetivo para el crecimiento de las cantidades monetarias o del ingreso nominal. Los gobiernos o sus bancos centrales pueden necesitar de tal ancla para estabilizar la inflación y ellos pueden generar el ancla al anunciar una meta de inflación y luego hacer lo necesario para lograr el objetivo.

Tal enfoque también generará políticas monetarias más transparentes, ya que los actores económicos entenderán mejor las metas de las autoridades monetarias. En la medida en que las autoridades monetarias puedan lograr su meta, los bancos centrales también ganarán credibilidad, lo que puede necesitarse tras años de inflación. Los ideales de la transparencia y la credibilidad ciertamente tienen un valor democrático por su propio derecho pero también pueden dar dividendos en el más estricto sentido económico. Se dice comúnmente que las expectativas inflacionarias son un aspecto clave en el proceso de la inflación. En la disminución de las

expectativas inflacionarias, las metas inflacionarias por sí mismas pueden reducir las presiones de la inflación.

Uno también puede racionalizar las metas de inflación a través de otra forma de razonamiento económico. Hace muchos años que gran cantidad de gente creyó, al igual que Milton Friedman, que la estabilización del crecimiento de la oferta del dinero llevaría a la estabilización de los precios. Pero este enfoque hoy en día está desacreditado porque los choques de demanda de dinero y un mecanismo de transmisión inestable implican que el crecimiento estable de los agregados monetarios podría llevar a un comportamiento estable en los precios y los ingresos reales. El siguiente paso fue seguir a Bennett Mackallum (1988) y evitar las respuestas inapropiadas a los choques de demanda de dinero, a base de tener al banco central, simplemente estabilizando el crecimiento del ingreso nominal. Pero otra vez, si hubiera choques en este crecimiento del ingreso nominal, digamos choques de productividad, la estabilización del crecimiento del ingreso nominal no necesariamente llevaría a estabilizar los precios. Los mismos choques en la productividad han llevado a tener dificultades con el mismo instrumento propuesto por John Taylor (1993), que requiere, ya sea una predecible tasa de crecimiento del producto potencial o una predecible tasa natural de desempleo. Como los economistas académicos han tenido dificultades con estos procedimientos para conducir las políticas monetarias, cada vez más se han inclinado hacia el punto de vista de Bernanke, Laubach, Mishkin, Posen y muchos otros; y si los bancos centrales quieren estabilizar los precios, deberían hacerlo solamente por la vía de las metas de inflación.

Pero el traslado de los economistas académicos hacia las metas de inflación, no es nada en comparación con la migración de los países en el mundo real a las metas de inflación. El primer procedimiento y más elaborado fue adoptado por Nueva Zelanda, donde el gobierno parlamentario en 1990 empezó las negociaciones de las metas de inflación con su nuevo, reciente e independiente banco central, haciendo públicas dichas metas y haciendo responsable al banco del logro de las mismas. Otros regímenes vinieron después y fueron menos elaborados, pero hasta ahora una gran cantidad de países cuenta con regímenes que publican las metas de inflación, que tienen al banco central comprometido en el logro de tales metas y también comentan el progreso en el logro de las mismas.

Ya que todos los bancos centrales en el mundo son responsables de controlar la inflación, es razonable preguntarse en qué se diferencian los regímenes explícitos de metas de inflación de los regí-

menes que no las establecen. Desde un punto de vista legislativo las diferencias parecen ser bastante claras. Los regímenes de metas de inflación tienen objetivos explícitos, compromisos explícitos del banco central para alcanzar tales objetivos y los compromisos menos formales para lograr otras metas como la estabilización en la producción. Pero desde un punto de vista práctico, las diferencias pueden ser menos distintas. Por un lado, aun los países que no cuentan con tal régimen, a menudo estarán fuertemente comprometidos en controlar la inflación. Por el otro lado, los países que tienen las metas de inflación flexibles y de una manera orientada hacia adelante, también pueden sufrir para reducir la variedad de la producción, tal vez porque ayuda a estabilizar la inflación futura. Como se mencionará posteriormente, un análisis empírico hecho por Cecchetti y Ehrmann (1999) no encuentra grandes diferencias en los parámetros de la política actual entre los dos bloques en que se dividen los países.

Todas las metas de inflación existentes en el mundo son dirigidas a tener una baja tasa de crecimiento de inflación. Para los países desarrollados con tasas de inflación estables, el porcentaje mundial de las tasas de inflación es de cerca de 2%, con un margen aceptable que normalmente va de 1 a 3%. Los niveles objetivo son más altos, pero se dice que irán bajando gradualmente con el tiempo, para los países con una economía de mercado en desarrollo y que están tratando de bajar la inflación desde niveles muy altos.

Existe un gran interés académico en crear metas futuras para los niveles de precios, frente a las tasas de inflación. Los dos enfoques se diferencian principalmente en sus respuestas a los errores pasados: ¿El banco central deberá ser el responsable por contrarrestar estos errores y acomodar el nivel de los precios de nuevo en su camino o solamente por estabilizar la inflación de ahora en adelante? Pero en la práctica esta distinción puede no ser tan importante. King (1999) nos muestra que si se calcula un intervalo suficientemente grande para acertarle al objetivo, puede haber poca diferencia entre un objetivo de nivel de precio y una meta inflacionaria. En cualquier caso ningún país actualmente pone como meta el futuro nivel de precio.

Pero puede haber una importante diferencia entre una meta de una baja y positiva tasa de inflación y una de cero inflación. Muchos fijadores de metas de inflación potencial se preguntan ¿por qué no cero?

Hay tres razones para fijar metas para una tasa de inflación arriba de cero. La primera es la medición de la desviación. Cualquiera que sea la forma en la que la midan, la mayoría de los países sí tiene

algunos desvíos en sus índices de precios. Es difícil para los organismos de estadística gubernamentales eliminar los desvíos que ocurren en las medidas cada vez que se ofrecen a los consumidores productos nuevos y mejorados y este tipo de productos nuevos y mejorados se ofrecen continuamente. Es también difícil lidiar con desvíos de sustitución al tener al día las ponderaciones de varios de los bienes de consumo. Los desvíos de medición no son grandes en el mundo y se están viniendo abajo por la adopción de nuevos y mejorados métodos de procedimientos estadísticos por parte de las agencias estadísticas. Pero todavía pueden existir algunos irreducibles desvíos verticales en la medición de la inflación.

La segunda razón por la que se dispara la tasa de inflación un poco por encima de cero, se le conoce como problema del vínculo cero. Si las tasas de interés reales de un país están cerca de cero al igual que su tasa de inflación, su tasa de interés nominal también estará cerca de cero. Ya que los costos de retener efectivo son mínimos, un banco central no puede impulsar las tasas de interés nominales por debajo de cero. Esto quiere decir que los países que fijan su objetivo de inflación en cero podrían caer en el trecho de ser incapaces de suavizar la política monetaria en respuesta a los choques recesivos. Hoy en día esta cuestión no es gran problema en la mayoría de los países del mundo, pero se ha vuelto un gran problema en Japón. El balance en el pensamiento económico a este respecto es que una vez que un país llegue al punto de bono cero, tendrá tiempos muy difíciles para salir. Esto nos lleva a razonar intensamente en evitar el peligro en primer lugar, lo que puede hacerse al fijar como objetivo a una baja y positiva tasa de inflación.

La tercera razón para fijarse como objetivo una baja y positiva tasa de inflación, son las ineficiencias del mercado laboral. Akerlof, Dickens y Perry (1996) argumentan que estas pueden ser reducidas con cierta inflación positiva. Esencialmente los empresarios pueden evitarse la necesidad de cortar el salario nominal de los trabajadores cuando su productividad caiga por debajo de su salario real. Mientras que Akerlof, Dickens y Perry hacen un caso empírico de sus puntos de vista, otros encuentran poca evidencia de que los mercados laborales se vuelvan menos eficientes cuando la inflación cae a niveles muy bajos.

Mientras que los economistas todavía debaten sobre estas cuestiones, desde un punto de vista pragmático, muchos países sí parecen estar llegando a un consenso en el sentido de que las metas de inflación deben funcionar. Todos los países desarrollados tienen como metas de inflación una baja

y positiva tasa de inflación y países con economías de mercado en desarrollo aspiran a este mismo tipo de meta. Ningún país se enfoca a la deflación. La mayoría de los países tienen metas de inflación de una manera flexible y hacia adelante. Muchos países tienen casi las mismas políticas hacia la apertura, el compromiso y la explicación. Ya si la meta deba ser un bajo y positivo número o ya sea cero es todo lo que hay para discutir, el desacuerdo ciertamente radica en su intensidad dentro de las disputas políticas.

III. Ventajas y desventajas teóricas

Desde una perspectiva teórica, uno puede pensar que las metas de inflación serían más valiosas para los países que tienen historia de mala inflación. Los Bancos Centrales de estos países necesitan credibilidad y tienen dos modos básicos de obtenerla. Uno es el de vincular su tipo de cambio a una divisa fuerte y esencialmente atar las manos de su banco central. Juntas monetarias, vinculación al dólar, y dolarización son ejemplos de tales políticas. La segunda ruta es la de adoptar una meta de inflación y apegarse a ella. Si la inflación anterior es muy mala, como es común en los países con una economía de mercado en desarrollo, estas metas podían empezar a un nivel alto y ser bajadas gradualmente para disminuirlas mientras el banco central llega a tener la inflación bajo control.

Aunque las metas de inflación usualmente son descritas como un antídoto a los problemas inflacionarios pasados, también han sido sugeridas, como una cura a la deflación potencial. Krugman (1998), por ejemplo, ha argumentado que Japón con sus tasas de interés nominales pegadas al piso a nivel cero, puede reducir las tasas de interés reales y estimular las inversiones al contar con que el Banco de Japón va a fijar como meta una tasa inflacionaria positiva y va a hacer lo posible por poder llegar a tal meta.

Los regímenes de metas de inflación también podrían trabajar bien cuando un país pasa por lo que se conoce como un choque de productividad. Supongamos que una ola de innovaciones hace crecer la productividad, empujando la producción y disminuyendo los costos unitarios laborales. Por un tiempo, este choque puede ser reflejado en tasas de crecimiento superiores a la tendencia de la producción y en tasas de desempleo inferiores a la tendencia, haciendo difícil el basarse en indicadores normales de crecimiento de la oferta y la demanda en la conducción de la política monetaria. En tales circunstancias, un banco central cauteloso bien podría esperarse a ver señales de inflación por

emerger y acabar con la inflación, si ocurre, y no depender tanto de las medidas normales del crecimiento de la demanda agregada o en lo apretado del mercado laboral. Tal banco central estaría, en efecto, siguiendo un régimen de metas de inflación. Aun cuando los liberales, en general han sido muy críticos con las metas de inflación (Galbraith, 1999), en este caso las metas de inflación llevarían directo al tipo de política monetaria que los favorecería.

Pero en algunos casos, las metas de inflación podrían no funcionar tan bien. Un caso así es el de las antiguas recesiones comunes y corrientes. Supongamos que ocurriera un choque recesivo en la demanda agregada. Debido a que la inflación responde normalmente con lentitud a tales choques, los encargados de las metas de inflación podrían responder en cualquiera de estas tres formas. Los muy estrictos, a veces llamados locos, podrían quedarse sentados y dejar que la recesión ocurra. O, si la inflación cae más allá de los parámetros previstos, algunos bancos centrales podrían dar pasos para impulsar la inflación por medio de políticas monetarias expansionarias. Claramente harían esto si la deflación fuera una amenaza, pero también podrían hacerlo con tasas bajas y positivas de inflación por debajo de los parámetros previstos.

La posible tercer respuesta involucra metas de inflación flexibles con dirección hacia adelante como actualmente se practica en la mayoría de los países. Debido a que la inflación usualmente responde con lentitud a cambios en la producción, cuando se está en recesiones, estos regímenes quedarán libres para suavizar la política para estabilizar la producción, de manera muy parecida a como lo harían los bancos centrales sin este régimen. Los bancos centrales que miran hacia adelante podrían aun actuar de manera afirmativa en contra de recesiones para impedir que inflaciones futuras caigan por debajo de lo previsto. Svensson (1999) argumenta que tal estrategia política claramente sobrepasa a otros regímenes monetarios. Pero aun la flexibilidad de prever las cosas y de perseguir otras metas es menos que un compromiso del banco central para tratar de estabilizar la producción o de promover el pleno empleo. La importancia exacta de estos otros objetivos sigue cuestionándose, aun para los regímenes que tienen metas de inflación flexibles y con miras hacia adelante.

Otros casos en los que las metas de inflación podrían no funcionar tan bien son los choques de oferta negativos, tales como los que la mayoría de las economías experimentaron a mitad de los años setenta, cuando los precios del petróleo explotaron. En estos tiempos la inflación se eleva al caer la producción. Aun hasta el banco central más flexi-

ble y competente del mundo se vería frente a un difícil dilema en tales circunstancias: o el de arreglar la recesión al hacer la inflación peor o el de limitar la inflación al hacer la recesión peor. Pero al menos tal banco central tendría una opción. Por lo general, un banco central con metas de inflación no tendría muchas opciones. Estaría forzado a tratar de limitar la inflación basándose en políticas de contracción, y por lo tanto haría peor la recesión. Aun un banco central flexible con metas de inflación y miras hacia adelante, no tendría mucha libertad en tal situación, por lo que al final, el banco central sería evaluado mucho más por su éxito al lograr cumplir sus metas de inflación que por alcanzar sus metas de producción.

Por lo tanto, las metas de inflación no parecen resolver todos los problemas que un banco central puede encontrarse y no pueden ser recetadas como una panacea. Pero aun podría ser una estrategia política razonable para la mayoría de sus propósitos y aun parece ser generalmente un enfoque apropiado para lidiar con historias de inflación y deflación y a lo mejor con los choques de productividad.

IV. Experiencia actual

Haciendo a un lado los argumentos teóricos, muchos países han utilizado las metas de inflación por casi toda la década de los años noventa; así, podemos hacer algo más que teorizar al respecto: podemos ver los casos verdaderos de muchos países que han usado este régimen y ver como han funcionado. Varios autores han hecho esto en dos formas: han comparado la historia de un país después de contar con las metas de inflación y antes de tenerlas y han comparado el resultado con países que usan este régimen con aquellos que no lo utilizan.

Los estudios de series de tiempo se han enfocado a los países que han tenido la más larga experiencia con el régimen de las metas de inflación, que son: Nueva Zelanda (lo adoptó en 1990), Canadá (en 1991) y el Reino Unido (en 1992). De acuerdo a los simples números una vez que estos países adoptaron las metas de inflación, la inflación actual ha caído en cada uno de esos países y las tasas de interés nominal han caído, sugiriendo expectativas de inflación más bajas. Medidas reales, tales como el crecimiento de la producción o del desempleo han mostrado ya sea poco cambio o un empeoramiento muy pequeño. Generalmente, el desempleo creció a medida que un país se desinflaba y luego regresó a su anterior nivel promedio, pero a veces no hasta este punto.

Analizando estas simples cifras, un número de autores han hecho exámenes econométricos más sofisticados. Ammer y Freeman (1995) estimaron los modelos VAR para el PIB real, niveles de precio y tasas de interés reales hasta la adopción de un régimen de metas y luego simularon estos modelos en un área de metas comparando los valores simulados con los valores reales. Encontraron que la inflación bajó por debajo de las predicciones en los tres países. El PIB real bajó y luego se recuperó en Nueva Zelanda y en el Reino Unido y bajó también en Canadá y solamente se ha recuperado en parte.

Un análisis subsecuente, hecho por Freeman y Willis (1995), se enfocó más intensamente a las tasas de interés. Los autores notaron que las tasas nominales a largo plazo disminuyeron en los tres países tras la adopción de las metas de inflación pero luego se elevaron a mediados de los años noventa. Los crecimientos tardíos podrían indicar ya sea que los regímenes de metas inflacionarias se volvieron menos creíbles o simplemente reflejan el hecho de que tasas de interés mundial estaban creciendo en este tiempo. Freeman y Willis elaboraron un modelo para desenmarañar los dos efectos y centrar la mayor parte de la explicación sobre la elevación de las tasas de interés nominales a largo plazo en el comportamiento de las tasas de interés mundiales, sugiriendo por lo tanto, que los regímenes de metas de inflación siguieran siendo creíbles.

Un grupo de autores más recientes hizo pruebas similares Mishkin y Posen (1997) notaron que los tres países con el régimen de metas de inflación redujeron la inflación antes de adoptar un régimen formal de metas. El logro de las metas de inflación, luego, fue el guardar las ganancias de los primeros intentos de estabilizar precios. Los autores también estimaron ecuaciones VAR hasta el punto en que se adoptaron las metas de inflación y simularon estas inflaciones en el período de las metas de inflación desde hace ya seis años. Tal como el análisis anterior de Ammer y Freeman, este análisis sugiere que en los tres países las metas de inflación lograron una disminución en la inflación y en la tasa de interés nominal. En Canadá, la tasa de crecimiento real del PIB disminuyó un poco, en los otros países no se presentó ningún cambio en el crecimiento real del PIB. Resultados similares fueron encontrados por Kahn y Parrish (1998). Sin tomar en cuenta que la inflación ha bajado en los tres países antes de que se adoptaran las metas de inflación; estos autores observaron ciertos destellos inflacionarios en Nueva Zelanda y Canadá; así que tal vez el logro de mantener la inflación bajo control no deberá de tenerse por garantizado. Sus resultados fue-

ron reforzados por los de Kuttner y Posen (1999) cuyas regresiones VAR para el Reino Unido demostraron que la persistencia inflacionaria fue reducida por las metas inflacionarias, midiéndose por la inflación misma y por la tasa de interés nominal. En Canadá no hubo persistencia inflacionaria antes o después de las metas inflacionarias, siendo medida por las tasas de inflación, aunque, de nuevo, las metas de inflación redujeron la persistencia inflacionaria al medirse por las tasas de interés nominales. En Nueva Zelanda los resultados fueron opuestos. Las metas de inflación redujeron la persistencia inflacionaria al medirse por medio de la tasa de inflación, pero parecían incrementarla un poco al medirse por medio de las tasas de interés nominales.

El estudio de corte seccional principal de países fue hecho por Cecchetti y Ehrmann (1999). Ellos notaron que la década de los noventa, en la que muchos países adoptaron las metas de inflación, fue una buena década para los logros económicos: a muchos regímenes monetarios ensayados en esa década muy probablemente les vaya bien. En su trabajo formal, estos autores aplicaron los modelos VAR para veintitrés países, nueve con metas de inflación y catorce sin éstas. De estos modelos, dedujeron la aversión de los formuladores de políticas hacia la volatilidad de la inflación. Encontraron que la aversión creció en los países que adoptaron las metas de inflación, pero solamente al nivel de aversión ya aparente en las políticas de los países sin las metas de inflación. En este punto, existe muy poca diferencia entre la aversión hacia la inflación en los países con las metas de inflación y los países que no las tienen.

Tomado todo en conjunto: es decir, la información básica, las pruebas de series de tiempo y las pruebas de corte seccional se observa que las metas de inflación parecen haber dado resultado. La inflación ha bajado materialmente en los tres países con más experiencia en el manejo de este régimen y todos los países con metas de inflación siguen conformes con estas metas, en algunos casos de ocho a diez años después de su adopción. También han disminuido las medidas de la persistencia de la inflación. Una aparente debilidad de las metas de inflación es su respuesta hacia el desempleo, pero hasta este momento es difícil de encontrar pruebas de que el desempleo haya empeorado en los países con las metas de inflación. Al mismo tiempo, las metas de inflación han sido adoptadas en los años noventa y esta ha sido una buena década para logros económicos para muchos países. No está clara la forma en que se verían las metas de inflación en circunstancias económicas más problemáticas como fueron las de los años sesenta.

V. ¿Son apropiadas las metas de inflación para Estados Unidos?

La pregunta escondida dentro de todo esto, es si Estados Unidos debería adoptar un régimen de metas de inflación. No voy a tratar de responder tal pregunta, pero sí tocaré varios puntos al respecto.

Primero, la cuestión de si Estados Unidos debería adoptar o no un régimen formal de metas de inflación, no concierne al Sistema Federal de Reserva. La Ley del Sistema Federal de Reserva requiere que el Sistema ahora abogue por el empleo máximo y por un crecimiento equilibrado junto con estabilidad de precios y tasas de interés moderadas a largo plazo. Hasta que el Congreso cambie éstos lineamientos, el Sistema Federal continuará buscando el logro de estos objetivos.

En segundo, el Sistema Federal de Reserva está fuertemente comprometido en controlar la inflación, y además este objetivo está especificado formalmente en el mandato del Sistema. Esto puede ser visto tanto en las palabras como en los hechos. Incontables anuncios oficiales y varios testimonios afirman la importancia de controlar la inflación. En cuanto a los hechos, por lo menos Cecchetti y Ehrmann encontraron que la aversión a la inflación revelada por el Sistema Federal, es ahora tan alta como la de los países con metas de inflación. Dada esta fuerte aversión a la inflación, a fin de cuentas, puede haber poca diferencia entre las metas de inflación informales, tal como se practican en Estados Unidos, y las metas de inflación flexibles y con predicción como se practican en muchos otros países al rededor del mundo.

Habiendo dicho esto, uno todavía podría hacerse la pregunta normativa de que si Estados Unidos debería adoptar lo que yo llamaría un sistema de metas de inflación más formal. Tal sistema tendría sus ventajas y sus desventajas. Una gran ventaja sería la credibilidad y la transparencia. Aun si las respuestas pragmáticas actuales del sistema federal a las alzas exógenas en el crecimiento de la oferta general o a las bajas en la no-inflacionaria tasa de desempleo, de una manera acomodaticia total, las metas de inflación podrían comunicar de mejor manera tal estrategia. Por ejemplo, los comunicados explícitos de las metas de inflación podrían ayudar a aclarar que el Sistema Federal realmente lucha contra la inflación y no contra el crecimiento económico.

Pero también hay desventajas potenciales. Las circunstancias económicas han sido buenas en los noventa, cuando los países se han inclinado por las metas de inflación y vale la pena el repetir que las metas de inflación no son una panacea. Podrían no trabajar bien con la presencia de choques negativos

en la oferta como aquellos que se experimentaron por todo el mundo en los años setenta.

Más aún, hay un problema potencial con las metas de inflación aun en tiempos económicos buenos. Si el prever la inflación es difícil, aun los bancos centrales, con metas de inflación hacia adelante podrían responder tarde a los choques inflacionarios para protegerse contra la inflación.

Aun que existen varias formas de prever la inflación ninguno es completamente confiable. Por un lado, muchos analistas usan modelos econométricos, pero estos pueden tener problemas intrínsecos en períodos de significantes cambios estructurales. La verdadera naturaleza de tales choques es que no son fáciles de predecir o modelar. Por el otro lado uno puede imaginarse la construcción de indicadores líderes de inflación, pero la experiencia hasta ahora es que tampoco muchos de estos indicadores son confiables. Uno puede también basarse en las expectativas sobre la inflación del mercado, evidencias de encuestas o de otras predicciones de inflación. Pero si los modelos no están trabajando bien y no hay indicadores confiables, no está claro cuanta información se contiene en estas otras predicciones sin modelos o indicadores confiables, aun las estrategias de las metas de inflación tal vez no trabajarían tan bien como se dice que lo harían.

VI. Conclusión

Las metas de inflación tienen muchas cosas a su favor. Esta estrategia de conducir la política monetaria ha sido adoptada en gran nivel por todo el mundo y parece haber servido para la reducción de la inflación y para las percepciones de inflación futura. Tiene una gran desventaja al ignorar la consideración explícita de las brechas en el producto y el desempleo, pero tal vez sea porque ha sido aplicada de una manera flexible y con una visión hacia adelante; de hecho, no parece haber generado más desempleo que otros regímenes monetarios. Tampoco funcionaría así de bien en tiempos de choques negativos en la oferta, aunque este punto todavía tiene que probarse. Para Estados Unidos, dada la gran aversión a la inflación, que es muy aparente en las respuestas políticas, hay muchas ventajas y desventajas, pero lo que no es tan claro es que un régimen más formal de metas de inflación lleve a tener grandes diferencias en las políticas monetarias actuales

Referencias bibliográficas

Akerlof, George A., William T. Dickens y George

L. Perry (1996), "The Macroeconomics of Low Inflation", *Brookings Papers on Economic Activity*, nº 1, pp. 1-76.

Ammer, John, y Richard T. Freeman (1995), "Inflation Targeting in the 1990s: The Experiences of New Zealand, Canada, and the United Kingdom", *Journal of Economics and Business*, vol. 47, pp. 165-92.

Bernanke, Ben S., Thomas Laubach, Frederic S. Mishkin y Adam S. Posen (1999), *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*, Princeton University Press.

Cecchetti, Stephen G., y Michael Ehrmann (1999), *Does Inflation Targeting Increase Output Volatility? An International Comparison of Policymakers' Preferences and Outcomes*, NBER (Working Paper, nº 7426).

Freeman, Richard T., y Jonathan L. Willis (1995), *Targeting Inflation in the 1990s: Recent Challenges*, Junta Federal de Reserva, Finanzas internacionales (Discussion Papers, nº 525).

Galbraith, James K. (1999), "The Inflation Obsession: Flying in the Face of Facts", *Foreign Affairs*, vol. 78, enero-febrero, pp. 152-56.

Kahn, George A., y Klara Parrish (1998), "Conducting Monetary Policy with Inflation Targets", *Economic Review* (Banco Federal de Reserva de Kansas City), tercer trimestre, pp. 5-32.

King, Mervyn (1999), "Challenges for Monetary Policy: New and Old", *New Challenges for Monetary Policy*, Banco Federal de Reserva de Kansas City, de pronta aparición.

Krugman, Paul R. (1998), "It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap", *Brookings Papers on Economic Activity*, nº 2, pp. 137-206.

Kuttner, Kenneth N., y Adam S. Posen (1999), *Does Talk Matter After All? Inflation Targeting and Central Bank Behavior*, texto mimeografiado, Banco Federal de Reserva de Nueva York.

McCallum, Bennett T. (1998), *Robustness Properties of a Rule for Monetary Policy* (Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, nº 29), pp. 173-204.

Mishkin, Frederic S., y Adam S. Posen (1997), "Inflation Targeting: Lessons from Four Countries", *Economic Policy Review* (Banco Federal de Reserva de Nueva York), agosto, pp. 9-110.

Svensson, Lars E. O. (1999), "How Should Monetary Policy Be Conducted in an Era of Price Stability?", *New Challenges for Monetary Policy*, Banco Federal de Reserva de Kansas City, de pronta aparición.

Taylor, John B. (1993), *Discretion versus Policy Rules in Practice* (Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, nº 39), pp. 195-214.

El euro a los quince meses*

Jean-Claude Trichet

I. Introducción

Damas y caballeros, es un gran placer y un honor para mí el estar hablando aquí, en París, frente a una audiencia tan distinguida. Estoy particularmente contento de expresar mis puntos de vista sobre la exitosa introducción del euro, y las condiciones necesarias para su éxito duradero. Pero, primero, dentro del contexto de esta conferencia sobre los mercados de capital del euro, déjenme recordar recientes anuncios referentes a las fusiones o cooperación estrecha entre bolsas, sistemas de acuerdos de valores, cámaras de compensación, etc. Es obvio que la creación del euro está favoreciendo una reestructuración de gran escala de mercados a través de Europa. El euro es un fuerte catalizador para las reformas estructurales en Europa.

El 1º de enero de 1999, un evento único en la historia de Europa ocurrió: nació el euro y la naturaleza irreversible de este cambio ha convencido a una cada vez mayor cantidad de actores políticos y económicos de que el éxito del euro es una necesidad para Europa. Es una piedra angular del mercado único europeo que asegurará prosperidad en Europa para beneficio del resto del mundo.

Es claro que, ahora y para el futuro, debemos de enfrentar una cantidad de desafíos para hacer sostenible este éxito. A mí me gustaría hoy llamar su atención hacia los dos siguientes puntos:

- Primero, los miembros del área del euro tienen que cumplir con ciertas condiciones para que el euro sea un éxito completo.

* Traduce y publica el CEMLA, con la debida autorización el discurso pronunciado por J.-C. Trichet, gobernador del Banco de Francia, en la “Conferencia sobre el Eurodinero”, celebrada en París, el 6 de abril de 2000.

- Segundo, el euro hará una importante contribución para favorecer una situación monetaria internacional equilibrada.

II. El éxito del euro será completo si se acepta una serie de retos

La introducción exitosa del euro es, en sí, una reforma mayor. Pero, será útil solamente si se cumple con algunas condiciones, por encima y más allá de la política monetaria, en particular respecto a las reformas estructurales.

Hace unos pocos años, era necesario para convencer a una gran cantidad de gente escéptica, en Europa tanto como en el resto del mundo, de que el euro era un proyecto viable. Muchas personas señalaron sus presuntas contradicciones y sus supuestas inconsistencias: por ejemplo, la imposibilidad de llevar a cabo una fusión política eficiente sin una federación política; la imposibilidad de evitar algunos “choques asimétricos” (o sea dificultades ocurriendo en la economía de un miembro y no en otras); falta de suficiente flexibilidad de la economía y movilidad real de la mano de obra en los países europeos etc. ¡La conclusión era que el euro nunca existiría!

Los hechos han contradicho estas críticas. Pero estas críticas son útiles para ayudar a contestar la pregunta de cuáles son las condiciones para asegurarse de que el euro sea un éxito completo. Yo veo cuatro condiciones:

La primera condición es la credibilidad de la política monetaria garantizada por la independencia del Banco Central Europeo, que está consagrada en el Tratado de Maastricht y enraizada en la independencia de cada banco central nacional. Si el euro va a ser una moneda en la que se pueda creer, debe de ganarse

la confianza de los 292.6 millones de europeos en el área del euro y también la confianza de otros europeos y no-europeos con los cuales hacemos negocios.

El diálogo necesario entre los oficiales de la política monetaria y de los de la económica debe de tomar en cuenta la independencia del eurosistema –la agrupación del Banco Central Europeo (BCE) y los once bancos centrales nacionales– y también el objetivo de la estabilidad de precio que, de acuerdo con el Tratado, debe de guiar la política monetaria en el área del euro. El respeto a la independencia del eurosistema es una condición para el éxito del euro y el de la política económica europea.

De hecho, el funcionamiento armónico del equipo monetario europeo, compuesto del BCE y los bancos centrales nacionales de los once países fundadores del área del euro, facilitará la conformidad con esta primera condición relacionada a la credibilidad y la independencia de la política monetaria. Este completo equipo monetario de once miembros, con el BCE actuando como un entrenador, es el eurosistema, que está jugando en la cancha, con un espíritu de equipo único; y es este espíritu de equipo una de las ventajas inestimables de Europa.

La segunda condición es la conformidad con las disposiciones del Tratado y las líneas directivas establecidas en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento respecto a la *política fiscal*. La coordinación estrecha de las políticas fiscales y la vigilancia de socios alertas son la responsabilidad del consejo informal de los once estados miembros participantes, el “euro once” y de los ministros de finanzas de los 15 estados miembros reunidos en el consejo Ecofin. La coordinación y la vigilancia son esenciales para el éxito de una fusión de políticas equilibrada a través de la eurozona. La adhesión al objetivo de mediano plazo de llevar a cabo “finanzas públicas que se acerquen al equilibrio o estén en superávit” –lo que significa que nadie logre manejar un déficit presupuestal egoísta– es indispensable para que la unión como un todo pueda superar periodos de dificultad económica y para que los países puedan individualmente aguantar posibles pérdidas económicas que afecten solo a su propia economía.

Debemos de comprender que la sola política monetaria no puede asegurar la estabilidad de precio sin la disciplina fiscal adecuada al nivel general de la Unión Económica y Monetaria.

De hecho, en lo que a mi se refiere, daría tres justificaciones económicas para las disposiciones del Tratado que dieron origen al Pacto de Estabilidad y Crecimiento:

- Primero, al coordinar las políticas fiscales de los estados miembros de la Unión Monetaria, el pacto asegura una buena fusión de política dentro del área del euro. Esto es esencial para la política monetaria. Ya que Europa no tiene un presupuesto federal significativo, así como tampoco tiene gobierno federal, la suma de los presupuestos nacionales debe de servir como un presupuesto general para el área como una totalidad. Esto demanda estrecha y mutua vigilancia y coordinación de las políticas fiscales al interior del área. Debemos de comprender que la sola política monetaria no puede asegurar la estabilidad de precio sin la apropiada disciplina fiscal al nivel general de la Unión Económica y Monetaria.
- El pacto, pues, ayuda a prevenir a economías bien manejadas de tener que soportar primas de riesgos injustificadas al establecer un sistema de penalidades para déficit excesivos.
- Finalmente, el pacto de estabilidad nos permite refutar la afirmación de que el área del euro no tiene estabilizadores automáticos en la eventualidad de choques asimétricos contra la economía de un miembro. De hecho, al urgir a los gobiernos a apuntar a una posición fiscal de “cerca del equilibrio o con superávit” a mediano plazo, el pacto les permite dejar los déficit fiscales que aumenten durante las recesiones sin exceder el valor de referencia de 3%. A corto plazo, les permite crear un amortiguador fiscal durante periodos económicos normales, a los que se puede recurrir si un choque asimétrico ocurre.

La tercera condición, para un éxito completo, es que todos los países europeos deben comprometerse de manera decidida a hacer *reformas estructurales*. La Europa Continental está experimentando niveles de desempleo demasiado altos, a pesar del hecho de que la tasa de gente sin trabajo ha estado declinando en la mayoría de sus economías. De acuerdo con el FMI y la OCDE, alrededor de un 80% de este desempleo es estructural, o sea, generado por nuestras propias reglas y regulaciones pesadas. El Consejo de Política Monetaria del Banco de Francia y el Consejo de Directores del Banco Central Europeo están plenamente de acuerdo con este análisis.

Muy recientemente, algunos observadores externos todavía estaban reprochándole a Europa el enfocar sus esfuerzos y energía política al euro, en vez de poner en práctica las reformas estructurales necesarias para crear trabajos de una forma más dinámica.

Estos críticos se equivocaban respecto a la inoportunidad del euro, pero su evaluación de los problemas de la economía europea es obviamente correcta. El euro complementará y favorecerá, más de lo que disminuirá las reformas estructurales. Lo más importante es que una moneda única facilitará el movimiento de bienes, servicios y capital dentro de la eurozona. Y el euro también alentará la “transfertilización” de las mejores prácticas a través de una más fuerte coordinación de las políticas estructurales de los estados miembros en áreas tales como mercados laborales, educación y capacitación, incentivos a la creación de trabajo, eficientes redes de seguridad del bienestar público, etc. Por esta razón el encuentro del Consejo Europeo de diciembre de 1997 en Luxemburgo decidió tomar esta necesidad en cuenta y ha mencionado explícitamente las políticas estructurales entre los puntos seleccionados para la coordinación reforzada.

El Consejo Europeo de Lisboa, celebrado el pasado 23 de marzo, es un importante paso más encaminado hacia la necesaria estrategia de mediano plazo para la reforma estructural de la Unión.

La cuarta condición es que todos los dirigentes económicos en Europa deben de tomar una visión muy clara sobre el asunto crucial de la *competitividad*. La política económica previa al euro significaba controlar las balanzas comerciales y de pagos y los mercados de divisas y de tasa de interés. Así las autoridades recibían constante retroalimentación sobre indicadores clave que afectaban el desempeño económico nacional y podían reaccionar al respecto. Esos indicadores eran sensibles, múltiples y muy reactivos.

Con el advenimiento del euro, La mayoría de estos indicadores han desaparecido al nivel nacional o han visto su significación debilitada. Pero, claro, se mantienen en el nivel de la dimensión del euro. Esto es por lo que también es tan importante la coordinación de política fiscal y económica estipulada por el Tratado.

Sin embargo, las reglas de una economía de mercado, especialmente la competencia, continúan aplicándose a cada economía. Los trabajos son creados por los consumidores cuando ellos escogen los bienes y servicios que sienten que son el mejor valor por dinero. Los negociantes asignan estos trabajos a varias ubicaciones posibles en varios países de acuerdo a la relativa competitividad de estas ubicaciones. Es por lo tanto necesario controlar la competitividad aún más estrechamente que antes a través de indicadores tales como costos de producción unitarios, y la estructura fiscal y regulatoria.

Contrariamente al período previo al euro, la pérdida de competitividad no se dejará ver tan rápidamente en pantallas de radar tales como mercados de divisas y de tasas de interés o cuentas externas. Entonces, los administradores económicos deben de estar todavía más alertas al mirar a los indicadores de competitividad pertinentes. Las sanciones para los errores de política económica pudieran venir más lentamente e insidiosamente por vía del desempleo creciente y del crecimiento débil.

III. EL éxito del euro producirá una contribución a un equilibrio económico y monetario apropiado en el mundo

En la situación general económica actual, el éxito del euro ayudará tanto a Europa como al resto del mundo. De hecho, nuestros socios, notablemente Estados Unidos o los países europeos que son candidatos a entrar a la Unión Europea, no sólo están interesados sino que también están asociados en la prosperidad y el crecimiento europeos como parte de una economía mundial saludable.

Claramente, el nuevo escenario monetario en Europa tiene, y tendrá, consecuencias de largo alcance no solamente para Europa como una totalidad y su gente, sino también para la economía mundial y la comunidad internacional.

La contribución del área del euro a la estabilidad internacional puede ser apreciada a través del desarrollo de relaciones económicas equilibradas entre el área del euro y el resto de la Unión Europea, y con países fuera de la Unión Europea, en particular a través del robustecimiento de la estabilidad financiera y monetaria internacional.

La relación entre la unión monetaria y los demás países de la Unión Europea estará basada en la coordinación.

El tratado requiere la coordinación de las políticas económicas de los 15 países de la Comunidad Europea. Es necesario para la Unión Europea funcionar apropiadamente al nivel económico. Es importante que el diálogo entre todos los países de la UE continúe, aunque el cambio al euro modifique el entorno económico tradicional de la Unión Europea.

En particular, la coordinación entre los 15 países le permitirá a los países que todavía no se han sumado a la unión monetaria efectuar una convergencia hacia el área del euro. El nuevo mecanismo de tipo de cambio (MTC2) que establece los vínculos entre el euro y algunas de las monedas involucradas (esto es el caso de la dracma griego y la corona danesa desde el 1º de enero de 1999) desempeñara

su parte en este proceso. Al promover la estabilidad del tipo de cambio, el nuevo MTC asegurará que el mercado único opere suavemente y ayude a los países de "fuera" a calificar para la moneda única.

La Unión Monetaria también tendrá relaciones estrechas con países fuera de la Unión Europea.

Primero, la unión monetaria y la Unión Europea serán un polo atractivo para los países candidatos al acceso. Los resultados logrados por algunos de ellos durante los últimos años muestran notables mejoramientos. Deben de continuar haciendo un esfuerzo para ser capaces de unirse a la UE y, después, en su debido momento, a la UME en condiciones adecuadas, lo que va en su propio interés y en el de los actuales estados miembros de la UE.

Segundo, con respecto a la cooperación internacional, el área del euro también desempeñará un importante papel. Representa un área de crecimiento económico sostenido y estable para unos 292.6 millones de habitantes, y definitivamente tendrá una influencia sustancial sobre la comunidad internacional. El euro hará el proceso de cooperación económica internacional más fácil entre los principales socios- los Estados Unidos, Japón y el área del euro. Cada uno de ellos está en posición de hablar en nombre de una gran área económica. Es más, cada socio es vulnerable hasta un grado bastante similar, a choques adversos que ocurran en el sistema financiero internacional. Por lo tanto, el euro debería de favorecer una relación equilibrada en la que cada socio asumirá la responsabilidad de contribuir a un ambiente global estable.

IV. Conclusiones

En conclusión, déjenme insistir en los siguientes tres puntos:

- *En primer lugar*, la mejor estrategia para el euro-sistema puede ser resumida en dos palabras clave: *confianza y vigilancia*. Eran esta confianza y esta vigilancia las que estaban puestas detrás de nuestra decisión del 16 de marzo pasado, cuando el Consejo Directivo del BCE elevó el tipo de la adjudicación del Eurosistema de 3.25 a 3.5 por ciento.

Nuestra decisión fue tomada a fin de mantener la estabilidad de precios a mediano plazo. Las condiciones económicas y los prospectos para el área del euro parecen ser mejores hoy en día que en cualquier momento de década pasada. Al mismo tiempo, riesgos superiores para la estabilidad de precios eran vistos como una razón para vigilar. La decisión tomada por el Consejo Directivo se dirige

a estos riesgos superiores y con ello refuerza las condiciones para transitar por un sendero de crecimiento que es tan sostenible como se pueda por virtud de ser no-inflacionario.

Al tomar esta decisión, nos proponíamos enviar una triple señal de confianza:

- Una señal a todos los agentes económicos sobre nuestra confianza en la realidad del crecimiento robusto de la economía europea hoy en día.
- Una señal a los negocios sobre nuestra determinación de asegurar que este crecimiento durará tanto tiempo como sea posible.
- Y finalmente, una señal a los ahorradores acerca de nuestro compromiso con la estabilidad y credibilidad de la moneda única europea a mediano plazo.

De hecho, los observadores entendieron la naturaleza de esta triple señal. Con ocasión de nuestro más reciente encuentro en Madrid, nos pusimos de acuerdo en que el Consejo Directivo deberá continuar vigilando a fin de estar en una posición, si se requiere, de contrarrestar la presión inflacionaria de manera oportuna.

En cuanto a lo que se refiérela euro y a su tipo de cambio recordaré que tenemos una posición unánime en el Consejo Directivo del Banco Central Europeo: el presente nivel del euro no refleja el reciente mejoramiento significativo en las perspectivas para la economía del área del euro.

- *En segundo lugar*, en lo que concierne a la evolución reciente de las bolsas, recordaré que los bancos centrales tienen una responsabilidad especial en lo que se refiere no solo a la estabilidad monetaria sino también a la financiera.

En esta perspectiva, me limitaré a tres comentarios cortos:

- Primero, hemos sido testigos de una gran dosis de volatilidad de mercado y la volatilidad excesiva jamás es deseable.
- Segundo, le pedimos a los inversionistas evaluar los méritos, oportunidades y riesgos de sus inversiones después de un análisis minucioso de la entidad particular afectada y no sobre la base de un comportamiento de rebaño irracional. La plena transparencia del mercado y las decisiones individuales racionales no son solamente deseables en teoría pero son precondiciones para evitar tanto como sea posible las sucesivas y contradictorias olas de la moda.

– Tercero, sospecho que la generalización de las estrategias de “administración basada en índices” debería de ser controlada muy cuidadosamente, ya que probablemente favorece el “instinto de rebaño” y el “comportamiento de rebaño”, que son uno de los mayores problemas a los que tenemos que enfrentarnos hoy.

• *En tercer lugar*, estamos experimentando en Europa evoluciones económicas que están favoreciendo cambios mayores en el estado de ánimo actual que es todavía demasiado “maltusiano”. Yo veo tres razones principales para tales cambios en la psicología europea: en primer término, se han implementado reformas estructurales mayores—el mercado único, la moneda única—; en segundo término, una ola tecnológica sin precedente está impulsando, no solamente al sector de tecnología de la información vibrante, sino también el cuerpo entero de la economía; y por último en orden pero no en importancia, el crecimiento continuo ha quedado confirmado aquí.

En este ambiente, una cantidad significativa de empresas se encuentra con dificultades para reclutar empleados y observamos escasez de mano de

obra calificada. De acuerdo con la más reciente encuesta, esto es el caso para 35% de las empresas francesas. No es sorprendente que también notemos que, a pesar del reciente dinamismo en las inversiones de capital fijo, la reserva de capital todavía es insuficiente, tomando en cuenta la presión de la demanda al nivel actual de tasas de utilización de capacidad. No solamente tenemos evidencias de que la economía necesita más mano de obra calificada y más capital, sino que el cuerpo entero de la sociedad está ahora convencido de que la aceleración de la productividad es bienvenida.

Los bancos centrales del eurosistema, y el Banco de Francia en particular, son firmemente antimaltusianos. Solicitamos más mano de obra calificada, (inclusive al soltar horas extras) —más inversión—, más que nunca, tiempo de invertir, y una aceleración de la productividad.

Las razones estriban en el hecho de que eliminar cuellos de botella inflacionarios es decisivo para mejorar el crecimiento potencial no inflacionario y por consiguiente para consolidar la creación de empleos y favorecer una disminución adicional del desempleo.

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

ASOCIADOS

BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Presidente: Pedro Pou. *Vicepresidente:* Martín Lagos. *Segundo vicepresidente:* Marcos-Rafael Saúl. *Directores:* Manuel R. Domper, Roberto Reyna, Javier A. Bolzico, Augusto Magliano, Aquiles A. Almansi y Aldo Pignanelli. *Síndico adjunto:* Raúl A. Menem. *Secretario del Directorio:* Roberto T. Miranda. *Gerente general:* Susana del Carmen Olgiati. *Subgerentes generales:* Roberto Riccardi (Administración y control), Héctor Biondo (Operaciones), César R. Riccardi, *a. i.* (Gerencia de Sistemas y organización, y de la Subgerencia General), Marcos E. Moiseeff (Asuntos judiciales), Gabriel del Mazo, *a. i.* (Estudios y dictámenes jurídicos), Adolfo C. Lavenia (Liquidación de entidades financieras), Alejandro G. Henke (Regulación y régimen informativo), Juan C. Barale, *a. i.* (Supervisión y seguimiento), Flavio Guidotti, *a. i.* (Control de entidades financieras) y Rubén Marasca, *a. i.* (Análisis y auditoría). *Auditor general:* Jorge-Humberto Mazzei. *Superintendente:* Guillermo L. Lesniewier. *Gerentes:* Andrew Powell (Economía y finanzas), Daniel Oks (Análisis económico e información), José Rutman, *a. i.* (Investigación y planificación normativa), Alfredo Besio (Emisión de normas), Juan-Carlos Isi, *a. i.* (Consultas normativas), Ricardo O. Maero (Régimen informativo), Gustavo Bricchi (Gestión de información), Ricardo H. Calissano (Asuntos contenciosos), Daniel Mira Castets (Autorización de entidades financieras), José Lombardi, *a. i.* (Control de entidades no financieras), Julio Cáceres (Control de operaciones especiales), Rubén Escobar (Control de sistemas de compensación), Alberto R. Karlen (Administración de reservas), Raúl O. Planes

(Mercado abierto), Guillermo Zuccolo (Créditos del BCRA), Ismael Salvatore (Tesoro), Víctor H. Ruiz (Cuentas corrientes y compensación de valores), Alejandra Naughton (Contaduría general), Juan-José Lauro (Personal), Marcelo Ferrario (Coordinación de supervisión), Rosalía Díaz, Daniel Domínguez, Elba Castaño, Daniel H. Merlo, Fabián Violante, Francisco Pes, Horacio Fernández, *a. i.*, Gabriel Martínez Castro y Alberto Figueroa (Supervisión de entidades financieras), Gustavo Sani (Análisis crediticio), María Figueroa (Análisis del sistema), Marcelo Fernández, *a. i.* (Auditoría externa de sistemas) y Pablo Carbajo, *a. i.* (Control de auditores).

(Información oficial, agosto de 2000)

CENTRAL BANK OF THE BAHAMAS

Gobernador: Julian W. Francis. *Subgobernadora:* Wendy M. Craig. *Asesor:* Kevin Higgins. *Gerentes:* Lester Bowleg (Recursos humanos), Iqbal Singh (Supervisión bancaria), Cecil M. Sherman (Operaciones de banco), Henderson Wilson (Contabilidad), Bert Sherman (Operaciones de cálculo), Gerard Horton (Control de cambios), Claude Haylock (Investigaciones). *Consultora legal:* Rochelle Deleveaux.

(Información oficial, agosto de 2000)

CENTRAL BANK OF BELIZE

Gobernador: Keith Arnold. *Subgobernadores:* Yvette Álvarez (Operaciones) y Sydney Campbell (Investigaciones). *Directores de departamento:* C. E. Reyes

(Administración y Secretaría), D. A. Davis (Finanzas), M. E. Gardiner (Moneda y banca) y C. V. Hyde (Recursos humanos).

(Información oficial, agosto de 2000)

BANCO CENTRAL DE BOLIVIA

DIRECTORIO. *Presidente:* Juan-Antonio Morales Anaya; *vicepresidente:* Fernando Campero Prudencio; *directores:* Jaime Ponce García, Juan Medinaceli Valencia, Armando Méndez Morales y Armando Pinell Siles; y *secretario (a. i.):* Álvaro Romero Villavicencio. *Gerentes:* Jaime Valencia Valencia (General), Javier Cachi Vásquez (Auditoría interna), Rodolfo Sucre Alarcón (Operaciones monetarias), David Espinoza Torrico (Asuntos internacionales), Eduardo Gutiérrez Escobar (Entidades financieras), Raquel Galarza Anze (Asuntos legales), Roger Luna Aguirre (Sistemas), Eduardo Navarro Rodríguez (Administración) y Alberto Loayza Flores (Contabilidad). *Asesores:* Jorge Requena Blanco y Arturo Beltrán Caballero (Política económica), Freddy Gumiel Vela (Sector externo), Teresa Vera Paz (Sector monetario y fiscal) y Raúl Mendoza Patiño (Investigaciones especiales). *Secretario general:* Antonio Salgado Alvistur. *Subgerentes:* Cinthia-Tatiana Guzmán Valdivia (Planificación y control de gestión), Marlene Vargas Hinojosa (Auditoría de operaciones monetarias internacionales y financieras), Milko G. Zegarra Urréjola (Auditoría de operaciones administrativas y de apoyo), Julio Loayza Cossío (Operaciones de mercado abierto), Rodolfo Saldaña Villegas (Operaciones del sector público), Julio Viveros Burgos (Tesorería), vacante (Cambios y pagos), Luis Arce Catacora (Reservas), Misael Miranda Vargas (Análisis), Samuel Blanco Rivero (Recuperación y realización de activos), Rosario Pericón Rivera (Operaciones e información), Guillermo Fabbri Crespo, a. i. (Asuntos jurídicos), Magda Lahore Uriarte (Análisis y normas), Marcelo Ramírez Molina (Infraestructura informática), Wilfredo-Daniel Zapana Castillo (Sistemas de información), vacante (Bienes y servicios), Martha Albarracín de Pérez (Recursos humanos) y Gloria-Doris Aguirre Ríos (Contabilidad). *Jefes de departamento:* Juan-Carlos Fernández P., María-Angélica Fleitas, Ronald Pinto Ribera, Hugo Rocha Solares, Jorge Arispe Camacho, Francisco Lecoña Luque, Nancy Ríos de Morales, Eduardo Pardo, Eddy Ustáriz Milkova, Óscar Ferrufino Morro, Boris Branisa Caballero, Marco A. Laguna Vargas, Óscar Otálora Urquizu, Luis Idiáquez Peralta, Luis A. Palacios Y., Freddy García Massa, Rolando Moya Chumacero, Hernán Iriarte Claros, Rafael E.

Palma Siles, Gabriela Arana Marquina, Álvaro Gámez Covarrubias, Carmen Anibarro de Aguilera, Freddy Aguirre Marquiegui, Karina Rebollo Palacios, Wilma Guerra Montenegro y Darío Magne M.

(Información oficial, agosto de 2000)

EASTERN CARIBBEAN CENTRAL BANK

Gobernador: K. Dwight Venner. *Subgobernador:* Errol N. Allen. JUNTA DIRECTIVA: Ralph Hodge, Lennox Weston, Ambrose Sylvester, Richard Menezes, Vincent Placide, Wendell Lawrence, Bernard La-Corbiniere y Maurice Edwards. *Asesora legal:* Lydia V. Elliott. *Primeros directores:* L. Mignon Wade (Supervisión bancaria), R. A. Wentworth Harris (Secretaría del banco central), Eustace Liburd (Política monetaria) y Wendell A. Samuel (Investigaciones e información). *Directores de departamento:* Kenneth James (Cuenta corriente), Ingrid Shortte (Operaciones de moneda y banca), James L. Fleming (Desarrollo de demanda financiera), Wayne A. R. Myers (Sistemas de información), S. C. McHale Andrew (Relaciones externas) y Elizabeth M. Tempro (Comunicaciones).

(Información oficial, agosto de 2000)

CAYMAN ISLANDS MONETARY AUTHORITY

Presidente: George McCarthy. *Director general:* John Bourbon. *Gerente general:* Cindy Scotland. *Jefes de departamento:* Paul Byles (División de política e investigaciones), Clive Thursby (Supervisión de seguros), vacante (Servicios de inversión) y Neil Glasson (División de información tecnológica).

(Información oficial, agosto de 2000)

BANCO CENTRAL DE CHILE

CONSEJO. *Presidente:* Carlos Massad Abud; *vicepresidente:* Jorge Marshall Rivera; *consejeros:* Pablo Piñera Echenique, María-Elena Ovalle Molina y Jorge Desormeaux Jiménez. *Gerente general:* Camilo Carrasco Alfonso. *Fiscal:* Miguel-Ángel Nacrur Gazali. *Gerentes de división:* Carlos Pereira Albornoz (Gestión y desarrollo), Gustavo Díaz Vial (Comercio exterior y cambios internacionales), Felipe Morandé Lavín (Estudios) y Guillermo Le Fort Varela (Internacional). *Gerentes de área:* Ricardo Vicuña Poblete (Comercio exterior y política comercial),

María del Carmen Martínez Coloma (Recursos humanos), Miguel Fonseca Escobar (Operaciones financieras internacionales), Francisco García Letelier (Administración y contabilidad), Cristián Salinas Cerda (Inversiones internacionales), Luis-Óscar Herrera Barriga (Programación macroeconómica), Hernán Campos Bascur (Informática), Jorge Pérez Etchegaray (Operaciones monetarias), Carlos Budnevich Le Fort (Análisis financiero) y Klaus Schmidt-Hebbel Dunker (Investigación económica). *Tesorero general*: Carlos Leiva Villagrán. *Revisor general*: Mario Ulloa López. *Abogado jefe*: Jorge Carrasco Vásquez.

(Información oficial, agosto de 2000)

BANCO DE LA REPÚBLICA (COLOMBIA)

Gerente general: Miguel Urrutia Montoya. *Gerentes*: José-Darío Uribe Escobar (Técnico) y Gerardo Hernández Correa (Ejecutivo, a. i., y Secretaría de la Junta directiva). *Subgerentes*: Joaquín Bernal Ramírez (Operación bancaria), Darío Jaramillo Agudelo (Asuntos culturales), Alfredo Sánchez Vargas (Industria), Jorge Sánchez Oviedo (Administración), Hernando Vargas Herrera (Estudios económicos), Luis-Francisco Rivas Dueñas (Informática), Heriberto Estupiñán (Seguridad y control interno) y José Tolosa Buitrago (Monetario y de reservas). *Auditor general*: Luis-José Orjuela Rodríguez. *Director (a. i.)*: Alberto de Brigard Pérez (Comunicación social).

(Información oficial, agosto de 2000)

BANCO CENTRAL DE COSTA RICA

JUNTA DIRECTIVA. *Presidente*: Eduardo Lizano Fait; *vicepresidente*: Luis Mesalles Jorba; *directores*: Leonel Baruch Goldberg, Jorge Alfaro Alfaro, Manrique Constenla Umaña, Marta Arrea Brenes y Ronulfo Jiménez Rodríguez; *gerente*: José-Rafael Brenes; *subgerente*: Rodolfo González Blanco; *secretario general*: Jorge Monge Bonilla; *auditor interno*: Ernesto Retana Delvó; *subauditor*: Bolívar Montenegro Rodríguez; y *directores de división*: William Calvo Villegas (Económica), Rosa Roig Oller (Administrativa), Eladio Sancho Barrantes (Financiera), José-Aníbal Cascante Soto (Asesoría jurídica) y Jorge Monge Bonilla (Secretaría general). CONSEJO NACIONAL DE SUPERVISIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO. *Presidente*: Arnoldo Camacho Castro; *directivos*: Eduardo Lizano Fait, Leonel Baruch Gold-

berg, Jorge Cornick Montero, Luis D. Vargas Chinchilla, Félix Delgado Quesada y Alejandro Matamoros Bolaños. PERSONAL EJECUTIVO. *Superintendentes generales*: Bernardo Alfaro Araya (Entidades financieras) y Adolfo Rodríguez Herrera (Valores); *superintendente*: Olivier Castro Pérez (Pensiones); *intendentes*: Helbert Pineda Solís, Eddy Rodríguez Céspedes y Ana Rodríguez Aguilera.

(Información oficial, agosto de 2000)

BANCO DE GUATEMALA

Presidente: Lizardo-Arturo Sosa López. *Vicepresidente*: Carlos-Enrique Echeverría Salas. *Gerente*: Edwin-Haroldo Matul Ruano. *Subgerentes*: Mario-Alberto García Lara (Economía), Manuel-Augusto Alonzo Araujo (Finanzas) y Carlos-Rafael García (Administración). *Auditor interno*: Víctor-Hugo Mazariegos Estrada; *subauditor*: Rolando-Alfonso Castañeda Aldana. *Directores II*: Hugo-Rolando Gómez Ramírez (Secretaría de la Junta monetaria), Macrino Blanco Pinto (Estadísticas económicas), José-Alfredo Blanco Valdés (Investigaciones económicas), Mario-Rodolfo Morales Segura (Recursos humanos), Romeo-Eduardo Campos Sánchez (organización y métodos), Mynor-Humberto Saravia Sánchez (Suministros y servicios diversos), Sergio-Francisco Recinos Rivera (Estudios económicos), Beatriz-Eugenia Ordóñez Porta de Leal (Asesoría jurídica), Benjamín-Estanislao Ruiz Estrada (Crédito y operaciones de mercado abierto), Raúl-Humberto de León Letona (Contabilidad y emisión monetaria) y Édgar-Rolando Lemus Ramírez (Cambios e internacional). *Directores I*: José-Fernando Ramírez Velásquez (Contabilidad y emisión monetaria), Fernando Diéguez Díaz (Crédito y operaciones de mercado abierto), Rómulo-Oswaldo Divas Muñoz (Cambios e internacional), Ariel Rodas Calderón (Organización y métodos), Óscar-Roberto Monterroso Sazo y Carlos-Arnoldo Trejo Ajvix (Estudios económicos), Gerardo-Noel Orozco Godínez (Asesoría jurídica), Fernando-Wladimir-Danilo Estrada Pérez (Estadísticas económicas), Érick Prado Carvajal (Recursos humanos), Carlos-Francisco Cabrera Rodas (Suministros y servicios diversos), Carlos-Andrés Meléndez Marroquín (Investigaciones económicas), Juan-Carlos Castañeda Fuentes (Asesoría de investigaciones económicas) y Armando-Felipe García Salas Alvarado (Secretaría de la Junta monetaria).

(Información oficial, agosto de 2000)

CENTRAL BANK OF TRINIDAD AND TOBAGO

JUNTA DIRECTIVA. *Gobernador*: Winston Dookeran; *subgobernadora*: Amoy Chang Fong; *directores*: Raymond Ottley, Winston Thompson, Patrick Watson, Monica Clement, Thomas Evans y Randolph Kong; *secretaria*: Radica Maharaj.

(Información oficial, agosto de 2000)

BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

DIRECTORIO. *Presidente*: César Rodríguez Batlle; *vicepresidenta*: Eva Holz; *directora*: Rosario Medero. *Secretario general*: Aureliano Berro. *Gerente general*: Gualberto de León. *Superintendentes*: Carlos Fernández Becchino (Superintendencia de instituciones de intermediación financiera, SIIF) y, Ana-María Acosta y Lara (Seguros y reaseguros). *Gerentes de división*: Umberto Della Mea (Política económica), Ariel Fernández (Operaciones), Roberto Baz (Administración) y Carlos Parmigiani (Control de las administradoras de fondos de ahorro previsional, AFAP). *Intendente*: Raúl Cancela (SIIF). *Auditora e inspectora general*: Beatriz Casal. *Coordinadora de la Oficina de Información*: Rosario Patrón. *Abogado consultor*: Eduardo Bustelo. *Prosecretario general*: Hebert Bagnoli (Secretaría general). *Gerentes de área*: José A. Licandro (Investigaciones económicas), Ana-María Teja (Estadísticas económicas), Daniel Dominioni (Política monetaria y programación macroeconómica), Héctor Scafarelli (Operaciones internacionales), Eduardo Ferrés (Operaciones locales), Jorge San Vicente (Contaduría), Bruno d'Amado (Sistemas de información), Luis López (Recursos humanos), Carlos Silva (Servicios generales), Carlos Olivero (Análisis e inspección de la SIIF), Alfredo Porro (Estudio y regulación de la SIIF), Elsa Holt (Seguros y reaseguros), Jorge Xavier y Aníbal Ferrando (Control del mercado de valores), Juan F. Seijo (Administración de patrimonios bancarios), Elizabeth Fungi (Control operativo de las AFAP) y Nelson Braga (Estudios y servicios al afiliado de las AFAP).

(Información oficial, agosto de 2000)

COLABORADORES

DEUTSCHE BUNDESBANK (ALEMANIA)

Consejo del banco central: *Miembros del Directorio*. *Presidente*: Ernst Welteke; *vicepresidente*: Jürgen

Stark; *otros miembros*: Dieter Haferkamp, Wendelin Hartmann, Edgar Meister, Hermann Remsperger y Hans Georg Fabritius; *presidentes de bancos centrales regionales*: Helmut Schieber (Baden-Wurtemberg), Franz-Christoph Zeitler (Baviera), Klaus-Dieter Kühbacher (Berlín y Brandeburgo), Hans-Helmut Kotz (Ciudad Anseática de Brema, Baja Sajonia y Sajonia Anhalt), Hans-Jürgen Krupp (Ciudad Anseática de Hamburgo, Mecklemburgo-Pomerania Occidental y Schleswig-Holstein), Hans Reckers (Hesse), Eberhard Heinke (Renania del Norte-Westfalia), Hans-Jürgen Koebnick (Renania-Palatinado y Sarre) y Christian Milow (Sajonia y Turingia). *Jefes de departamento*: Wolfgang Mörke (Prensa e información, biblioteca, archivos y servicio lingüístico), Alf Mainert (Crédito, divisas y mercados financieros), Werner Mika (Personal), Heinz-Dieter Maurer (Liquidación de operaciones, control de riesgo y custodia de cuentas de valores), Erich Dandorfer (Estadística), Reiner König (Servicio de estudios), Stefan Schönberg (Relaciones internacionales), Wolfgang Leue (Auditoría interna, contabilidad y organización), Werner Schnurr (Procesamiento de datos), Hans-Jürgen Friederich (Sistema de pagos y administración de cuentas), Gerhard Hofmann (Banca y reservas mínimas), Peter Walter (Caja), Bernd Krauskopf (Servicios jurídicos) y Klaus-Dieter Hanagarth (Administración y obras).

(Información oficial, agosto de 2000)

SUPERINTENDENCIA DE BANCOS Y ENTIDADES FINANCIERAS (BOLIVIA)

Superintendente: Jacques Trigo Loubière. *Intendente general*: Fernando Paz Baldivieso. *Intendentes*: Marcela Nogales Garrón (Administración y finanzas), Yolanda Delgado de Reyes (Supervisión de entidades bancarias), Javier Fernández Cazuriaga (Supervisión de entidades no bancarias), Ivonne Quintela León (Asuntos jurídicos) y Efraín Camacho Ugarte (Estudios y normas).

(Información oficial, agosto de 2000)

SUPERINTENDENCIA DEL SISTEMA FINANCIERO (EL SALVADOR)

CONSEJO DIRECTIVO. *Presidente y superintendente*: Guillermo A. Argumedo; *directores propietarios*: Antonio Azúcena Fuentes, Fidel-Alfonso Zárate Aguilar y Salvador-Alberto Urrutia López; *suplentes*: Sonia A. de López Aguilar, Manuel-Antonio Esco-

bar Chávez, Carlos-Ramón Dávila y Jorge-Alberto Escobar Polanco. PERSONAL EJECUTIVO. *Intendentes*: Luis-Armando Montenegro (Supervisión) y Franklin Hernández (Asuntos jurídicos); *director*: Julia del Carmen Zaldívar (Administración) e Ivette Rodríguez de Díaz (Informática); y *Jefa de Comunicaciones*: Cecilia de Figueroa.

(Información oficial, agosto de 2000)

FEDERAL RESERVE SYSTEM (ESTADOS UNIDOS)

JUNTA DE GOBERNADORES. *Presidente*: Alan Greenspan; *vicepresidente*: Roger W. Ferguson; *miembros*: Edward W. Kelley, Jr., Edwin Gramlich y Laurence H. Meyer. PERSONAL EJECUTIVO. *Asistentes de la Junta*: Lynn Fox y Donald J. Winn. *Secretaria*: Jennifer Johnson. *Directores de división*: Stephen R. Malphrus (Administración), Karen H. Johnson (Finanzas internacionales), David J. Stockton (Investigaciones y estadísticas), Donald L. Kohn (Asuntos monetarios), Richard Spillenkothen (Supervisión y regulación bancarias), Louise L. Roseman (Operaciones de Bancos Federales de Reserva y sistemas de pagos), Dolores S. Smith (Asuntos del consumidor), Richard C. Stevens (Administración de recursos informativos), Stephen R. Malphrus (Administración de recursos humanos) y Roberto E. Frazier (Servicios auxiliares). *Asesor jurídico*: J. Virgil Mattingly, Jr. *Inspector general*: Barry R. Snyder. *Contralor*: Stephen R. Malphrus.

(Información oficial, agosto de 2000)

BANK OF JAPAN

Gobernador: Masaru Hayami. *Subgobernadores*: Sakuya Fujiwara y Yutaka Yamaguchi. *Directores ejecutivos*: Iwao Kuroda, Masayuki Matsushima Minoru Masubuchi, Shunichi Nagata, Koichi Koike y Takahiro Mitani. *Directores*: Itaru Yokota (Secretaría de la Junta política), Yasuhisa Hashimoto (Oficina del gobernador), Masaaki Shirakawa (Planificación política), Naoki Tabata (Finanzas y sistema de pagos), Izumi Yamashita y Takashi Oyama (Mercados financieros), Eizo Kobayashi (Supervisión bancaria), Eiji Hirano (Internacional), Michiaki Morita (Operaciones), Katsusada Akiyama (Emisión de valores), Hirohide Yamaguchi (Admi-

nistración y presupuesto), Yoshihisa Onishi (Personal), Akira Tamura (Informática), Shousaku Murayama (Estadística e investigación), Hiroshi Moriwake (Relaciones públicas), Satoshi Siibashi (Administración) y Kunio Okina (Instituto monetario y de estudios económicos).

(Información oficial, agosto de 2000)

BANCO DE PORTUGAL

CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN. *Gobernador*: Vitor-Manuel Ribeiro Constâncio; *subgobernadores*: António-Manuel Martins Pereira Marta y Luís Campos e Cunha; *administradores*: Herlânder dos Santos Estrela, Vitor-Manuel da Silva Rodriguez Pessoa y Manuel Ramos de Sousa Sebastião. CONSEJO DE AUDITORÍA. *Presidente*: Emílio-Rui da Veiga Peixoto Vilar; *revisor*: António Miranda; *vocales*: Rui-José da Conceição Nunes y Modesto Teixeira Alves. *Directores de departamento*: Paulo-Ernesto Amorim (Relaciones internacionales), Luís-Alberto Ambrósio (Emisión, Tesorería y delegaciones), João-António Lopes Alves (Auditoría y Secretaría de Consejos), José-Agostinho Martins de Matos (Mercados y Gerencia de reservas), Américo-Francisco Sequeira (Contabilidad y control), Maximiano Reis Pinheiro (Estudios económicos), Paulino Mayer de Magalhães Corrêa (Organización e información), Manuel Pimentel Castelhana (Recursos humanos), Henrique Moller Miranda (Servicios de apoyo), Armando Silva Couto (Servicios jurídicos), Carlos-Eduardo de Lemos Santos (Supervisión bancaria), Orlando Caliço (Estadística) y Eugénio Fernandes Gaspar (Sistemas de pagos).

(Información oficial, agosto de 2000)

SUPERINTENDENCIA DE BANCOS (REPÚBLICA DOMINICANA)

Superintendente: Alberto Atallah Lajam. *Intendente*: Mirtha Medrano. *Directora*: Lucilla Ovalles de Gutiérrez (Administración). *Asistente del superintendente*: Daniel Suazo. *Asesor del superintendente*: Roberto Payano. *Consultora jurídica*: Sarah Reyes. *Director general*: Enrique-Antonio Hernández (Regional norte).

(Información oficial, agosto de 2000)

Actividades del CEMLA durante junio-julio de 2000

<i>Actividad</i>	<i>Instituciones copatrocinadoras Lugar y fecha</i>
<i>Cursos</i>	
Sistemas de pagos electrónicos: un enfoque legal	Banco Central de Bolivia La Paz, 5 – 9 de junio
Balance of payments	Banco Central de las Bahamas Nassau, 12 – 16 de junio
Instrumentos financieros derivados	Banco Central de Reserva de El Salvador San Salvador, 12– 16 de junio
Supervisión de innovaciones financieras	Banco Central de Cuba La Habana, 26 – 30 de junio
An introduction to credit analysis	Banco Central de Suriname Paramaribo, 26 – 30 de junio
Estadísticas monetarias y financieras	Banco Central de Cuba La Habana, 4 – 21 de julio
Contratos bancarios	Banco Central de Cuba La Habana, 10 – 14 de julio
Fideicomisos	Banco Central de Cuba La Habana, 17 – 21 de julio
Evaluación de la gestión bancaria	Banco Central de Bolivia La Paz, 24 – 28 de julio
Central banking	Banco Central de Suriname Paramaribo, 24 – 28 de julio

Indicadores de coyuntura y análisis macroeconómico

México, D. F., 24 – 28 de julio

Programación financiera

Banco Central de Bolivia

La Paz, 31 de julio – 11 de agosto

Reuniones

VII Reunión sobre aspectos contables y presupuestales de banca central

Banco Central de Reserva del Perú

Lima, 12 – 14 de junio

V Reunión sobre administración de recursos humanos de banca central

Banco Central de Costa Rica

San José, 21– 23 de junio

Asistencia técnica

Balanza de pagos

Banco de Guatemala

Guatemala, 17 – 27 de julio

Sistemas de pagos

Banco Central del Paraguay

Asunción, 27 de julio

Publicaciones:

Monetaria, vol. XXIII, nº 2, abril-junio

Money Affairs, vol. XIII, nº 1, enero-junio

Orlando C. de Matos

*Volatilidad de las tasas de rendimiento
y adecuación de capital en el sector
bancario brasileño, 1993-97*

Luis Fernando Melo Velandia
Álvaro Riascos Villegas

*El producto potencial utilizando el filtro
de Hodrick-Prescott: una aplicación
para Colombia*

José Berróspide Magallanes

*Fragilidad bancaria y prevención de crisis
financiera en Perú, 1997-99*



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