

CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS

BOLETÍN

VOLUMEN XLVIII, NÚMERO 2

ABRIL-JUNIO DE 2002

CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS

ASAMBLEA

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

JUNTA DE GOBIERNO, 2001-2003

Presidente: Banco de México

Miembros: Banco Central de la República Argentina; Banco Central de Brasil; Banco de la República (Colombia); Banco Central de la República Dominicana; Banco Central de Trinidad y Tabago; Banco Central de Venezuela.

AUDITORÍA EXTERNA

Banco de México

PERSONAL DIRECTIVO

Director general
Kenneth Coates

Subdirector general
Carlos-Alberto R. Queiroz

Directora de Capacitación
Jimena Carretero Gordon

Directora de Estudios
Flavia Rodríguez Torres

Director de Relaciones internacionales
Juan-Manuel Rodríguez Sierra

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

CEMLA BOLETÍN

ÍNDICE

- 57 **Nota editorial**
- 59 **Proceso de toma de decisiones para las políticas monetaria y cambiaria**
Miguel Urrutia Montoya
- 64 **Integración regional y cooperación cambiaria en América Latina**
Ettore Dorrucchi
- 74 **¿Deben los bancos limitar sus operaciones?**
Biagio Bossone
- 94 **Reconsideración de la convertibilidad de la cuenta de capital en función de las secuelas de las crisis monetarias**
Neil Dias Karunaratne
- 103 **Actividades del CEMLA durante marzo-mayo de 2002**

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

VOLUMEN XLVIII

NÚMERO 2

ABRIL-JUNIO DE 2002

Nota editorial

A partir de esta edición del Boletín, hemos considerado conveniente incorporar, a manera de prólogo, un espacio de información al lector sobre las razones que nos llevan a seleccionar los distintos artículos que se incluyen en cada número de la revista. Así damos inicio a un proceso de identificación de los temas de vanguardia captados por la experiencia del CEMLA en su quehacer vinculado a las diferentes áreas de responsabilidad de la banca central.

De esta forma, cabe destacar que el primer artículo del presente número, tomado de la Revista del Banco de la República, de Colombia, presenta de manera concisa las ideas del Gerente General del Banco, doctor Miguel Urrutia Montoya, sobre el importante proceso de la toma de decisiones para las políticas monetaria y cambiaria. La experiencia práctica acumulada por el doctor Urrutia al frente del banco central de su país nos parece un sólido respaldo de las ideas expresadas y consideramos útil compartirlas con los estudiosos de los temas monetarios y bancarios de la región.

Hemos incorporado también un trabajo del doctor Ettore Dorrucchi, funcionario del Banco Central Europeo, que nos presenta sus interesantes y fundamentados análisis sobre la factibilidad actual de que los procesos de integración en marcha en el Continente Americano puedan converger hacia un proceso común, similar al que se ha llevado a cabo en Europa. Del análisis presentado se desprende que la profundización en materia de integración regional dependerá en gran medida del logro de acuerdos cambiarios entre los participantes.

En tercer lugar, incluimos un importante y comprensivo análisis del doctor Biagio Bossone, economista del Fondo Monetario Internacional, publicado originalmente en inglés en la serie de los Working Papers de dicha institución, en el que estudia la conveniencia o no de limitar las operaciones de cierta parte de la banca comercial. En especial se refiere a las instituciones tomadoras de depósitos del público en general, y a restringir el uso de dichos recursos a la financiación de activos de muy bajo riesgo, con el fin de liberar a los depositantes y al Estado del riesgo de incumplimiento. El tratamiento de este tema de actualidad ha recibido seria consideración de parte de los formuladores de política, principalmente a raíz de las recientes crisis bancarias.

Por último nos pareció también conveniente incluir el trabajo del doctor Neil Dias Karunaratne, de la Universidad de Queensland, Australia, que presenta nuevos enfoques sobre la convertibilidad de la cuenta de capital y advierte de sus ventajas y sus aspectos negativos. La volatilidad de los flujos internacionales de capital, y los complejos problemas que ella implica para las gestiones monetaria, cambiaria y bancaria en la actualidad, agregan alta relevancia a este tema.

Esperamos que este conjunto variado de importantes tópicos de la política monetaria, bancaria y económica en general, unos editados originalmente en español y otros traducidos del inglés, contribuyan a una mayor difusión y debate de estos conocimientos dentro de nuestra región.

Proceso de toma de decisiones para las políticas monetaria y cambiaria*

Miguel Urrutia Montoya

I. Introducción

Para entender los elementos que se tienen en cuenta en el proceso de toma de decisiones para las políticas monetaria y cambiaria, y las influencias externas e internas que afectan, puede ser útil describir el procedimiento utilizado por el Banco de la República para tal propósito.

Las decisiones de política monetaria y cambiaria las toma la Junta Directiva del Banco que, como se sabe, está constituida por cinco directores de dedicación exclusiva, el gerente general del Banco y el ministro de Hacienda. Asisten también como invitados el superintendente bancario y el secretario de la Junta, quien es el responsable de los conceptos jurídicos que requiera la corporación.

La Junta Directiva se reúne habitualmente los viernes en la mañana, pues en general ese día no hay debate en el Congreso de la República y se posibilita la asistencia del ministro de Hacienda.

En los primeros años de la Junta, después de la reforma constitucional de 1991, ésta sesionaba semanalmente, pues adicional a los asuntos monetarios, había una reglamentación cambiaria que requería frecuentes ajustes; era necesario reglamentar los cupos de redescuento, perfeccionar los sistemas de operaciones de mercado abierto y simplificar los complejos sistemas de encaje e inversiones forzosas.

Hoy en día la Junta se reúne dos o tres veces al mes. El segundo viernes de cada mes, después de la publicación por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) del índice de pre-

cios al consumidor (IPC), siempre sesiona para decidir la postura de la política monetaria del siguiente mes.

II. El insumo técnico

El reglamento de la Junta establece que para cualquier decisión se debe discutir previamente un documento técnico elaborado por las instancias técnicas del Banco. Este análisis, usualmente producido por las subgerencias de Estudios Económicos o Monetaria y de reservas, y revisado por el gerente técnico, se convierte en los términos de referencia de la discusión.

El documento técnico se origina por lo general en las discusiones del comité de coordinación, reunión que se lleva a cabo todos los lunes con la asistencia de los directores de dedicación exclusiva, los gerentes general y técnico, el secretario general, los subgerentes técnicos del Banco y el viceministro técnico de Hacienda. En este comité se definen las agendas de las próximas sesiones de la Junta, se discuten los temas que se tratarán, y se asignan los de investigación que generan los documentos de análisis para futuras decisiones.

En el comité de coordinación también se definen las fechas de las reuniones del mismo, en que se debatirán los documentos técnicos, o los seminarios para discutir temas de interés para la Junta.

Los documentos contienen análisis estadísticos y conclusiones cuantitativas. Rutinariamente, la Subgerencia de Estudios Económicos hace análisis que llevan a metas cuantitativas de la demanda de dinero. Estos ejercicios técnicos se han ido sofisticando, y son fundamentales para las decisiones sobre oferta monetaria.

También, periódicamente, se elaboran proyecciones sobre la balanza de pagos y la situación fis-

* Publica el CEMLA, con la debida autorización, la nota editorial, elaborada por M. Urrutia Montoya, gerente general, del Banco de la República, de Colombia, de la *Revista del Banco de la República*, vol. LXXIV, nº 888, octubre de 2001, pp. 5-13. Las opiniones aquí expresadas no comprometen a la Junta Directiva y son de la responsabilidad del autor.

cal, las cuales culminan en los ejercicios de programación financiera, que resultan de una coordinación estrecha entre los equipos técnicos del Banco, el Ministerio de Hacienda, y Planeación Nacional. Esa programación determina los montos de endeudamiento externo del gobierno, tema sobre el cual la Junta debe pronunciarse. Esos ejercicios son la base de las discusiones de política efectuadas con las entidades multilaterales.

Vale la pena aclarar que todos los directores aportan iniciativas y solicitan que se incluyan temas en la agenda, al igual que el Ministerio de Hacienda. El comité de coordinación también discute iniciativas de otros ministerios, de los gremios, y de personas naturales o empresas particulares. Sin embargo, por ley, la Junta solo puede tomar decisiones de aplicabilidad general y por lo tanto, no discute problemas específicos de personas o empresas.

Desde hace varios años, la Junta estableció comités asesores en las diferentes regiones del país, constituidos por empresarios privados de distintos sectores de la actividad económica. Dos veces al año la Junta se reúne con los integrantes de estos comités en Bogotá, Medellín, Cali, zona cafetera, Costa Caribe y los santanderes. En estas reuniones la Junta presenta la política monetaria y cambiaria y se discute con los empresarios la situación económica regional y nacional y atiende las inquietudes del sector privado sobre aspectos específicos. Esta interacción es muy útil y algunos temas planteados por los 163 empresarios se llevan a Junta, o se comentan con otras instancias del gobierno. Los debates sobre la coyuntura regional también sirven de insumo al análisis del Banco sobre la situación económica.

El mecanismo de los documentos técnicos le da mucha influencia al equipo profesional del Banco. Aunque en las discusiones previas a Junta los comentarios de los directores contribuyen al documento final, la regla es que los profesionales tienen la libertad de presentar sus puntos de vista en el documento que finalmente llega a la Junta Directiva. Los directores pueden estar en desacuerdo con el documento técnico, pero tienen que argumentar por qué prefieren una solución diferente a la planteada en el documento.

En las subgerencias de Estudios Económicos y Monetaria y de Reservas, bajo la dirección de la Gerencia Técnica del Banco, trabajan 13 profesionales con Ph.D, y 46 con Magíster.

III. Reuniones de la Junta

Una vez leída el acta de la sesión anterior de la Junta, el gerente general comenta las principales

cifras monetarias, cambiarias, crediticias, de comercio exterior y endeudamiento, consignadas en el documento estadístico semanal. Este documento se vuelve público esa tarde, después de la sesión de la Junta.

Posteriormente, se leen y discuten los dos o tres documentos técnicos en la agenda y se toman las decisiones del caso. Mensualmente, se presenta para información un documento que resume el estado de las entidades financieras. Para hacer más eficiente la reunión de la Junta, las solicitudes del público sobre interpretaciones de las normas de la Junta, se tratan en un comité de consultas, integrado por los directores.

Cuando las decisiones requieren una resolución de la Junta, el secretario de esta corporación la presenta y explica.

Finalmente, la Junta discute el comunicado de prensa que describe y explica las decisiones. Dicho comunicado se discute en gran detalle. La experiencia nos ha mostrado que la manera en que la Junta comunica sus decisiones afecta los mercados y las percepciones públicas sobre la política y la situación económica. Por este motivo la Junta dedica bastante tiempo a la redacción de los comunicados.

Cuando hay un cambio importante en la política, el ministro de Hacienda y el gerente general explican el comunicado en una rueda de prensa. En la mayoría de los casos el ministro de Hacienda explica el comunicado a los periodistas que lo esperan a la salida del Banco después de la sesión de Junta.

En un principio, después de 1991, había la tendencia de tratar de tomar decisiones por consenso, pero ese sistema a veces posponía las decisiones por un largo período. Con el tiempo, las decisiones comenzaron a tomarse por mayoría. Quien no está de acuerdo deja constancia de su opinión en el acta. En decisiones de gran trascendencia, algunos directores publican su opinión en la *Revista del Banco*, pero pueden entregarla a los medios de comunicación antes de que se distribuya la *Revista* al público.

El sistema de mayorías tiene algunas sutilezas. Si el ministro de Hacienda muestra una fuerte oposición a la decisión mayoritaria, la Junta tiende a reconsiderar el tema, pues es claro que si en una decisión el ministro declara públicamente su desacuerdo, se genera una polémica pública e incertidumbre en los mercados. Aunque en pocas ocasiones la mayoría de los directores han tomado una decisión a la cual el ministro se opone, esa situación claramente tiene costos para la Junta y para la economía. Por otra parte, un desacuerdo público del ministro, también tiene costo para él. Los di-

rectores tienen que evaluar esos costos con relación a los beneficios de la medida.

Aunque esas consideraciones muestran la influencia del ministro en la Junta, la realidad es que al mantener la discusión en el plano técnico, la mayoría de las decisiones se logran por consenso, y aunque los ministros no estén totalmente de acuerdo con una recomendación, la tendencia es llegar a una fórmula de compromiso aceptable para todos.

IV. El esquema de meta de inflación

En la actualidad, la política monetaria se rige por un esquema de meta de inflación. En dicho esquema, el objetivo de la política monetaria es el logro de tasas de inflación coherentes con el mandato constitucional de garantizar la estabilidad de precios, en coordinación con una política macroeconómica general que propenda por el crecimiento del producto y el empleo. Para cumplir con este propósito, la Junta Directiva ha establecido metas de inflación gradualmente decrecientes. Las decisiones en materia de política monetaria se han tomado con el propósito de garantizar el cumplimiento de dichas metas y la maximización de largo plazo del crecimiento de la economía y el empleo.

Las decisiones de política se toman con base en:

- La meta de inflación.
- La evaluación del estado general de la economía, de las tendencias y perspectivas de la inflación y de la situación de desempleo.
- El seguimiento al comportamiento de la cantidad de dinero respecto a valores de referencia previamente definidos para ser conducentes al logro de la meta de inflación.

La Junta en su proceso interno de toma de decisiones, realiza mensualmente una evaluación detallada de las presiones inflacionarias y de las perspectivas de inflación. Trimestralmente, se publica un Informe sobre inflación para que los mercados conozcan la percepción de la Junta sobre la probabilidad de cumplir la meta de inflación y evalúen la coherencia de las acciones de la Junta con el análisis técnico. Si la evaluación sugiere que bajo las condiciones vigentes de la política monetaria la inflación se desviará de la meta del año en curso o el siguiente, la Junta procederá a modificar la postura de su política.

El comportamiento del dinero, en especial de la base monetaria y su composición, juega un papel

importante en el proceso de toma de decisiones de la Junta. Por esa razón el valor de referencia para la base monetaria está constituido de manera coherente con la meta de inflación, la proyección del crecimiento real del producto interno bruto (PIB) y cambios previsibles en la velocidad de circulación. La Junta evalúa las presiones inflacionarias y analiza el comportamiento de la base monetaria respecto al valor de referencia. Bajo condiciones normales, desviaciones significativas de la base monetaria en relación con su valor de referencia señalan riesgos de no cumplir las metas de inflación y pueden llevar a cambios en la política monetaria.

No obstante, el concepto de valor de referencia de la base monetaria no significa un compromiso del Banco de la República de corregir mecánicamente cualquier desviación de corto plazo de la base respecto a su valor de referencia. De manera rutinaria, la Junta realiza evaluaciones periódicas de los valores meta de la base monetaria (*v. gr.* para analizar si se ha presentado un cambio en la velocidad del agregado) y podrá modificarlos si existen sólidas razones técnicas para hacerlo, mientras no se comprometa el logro de las metas de inflación.

De acuerdo con la Constitución y la ley, el logro y el mantenimiento de la estabilidad de precios, en un entorno de crecimiento económico y bajo desempleo, es el objetivo primario de la política monetaria. Por lo tanto, la estrategia monetaria está diseñada con el fin de lograr ese objetivo. En este contexto, la Junta Directiva del Banco de la República anuncia metas cuantitativas de inflación a dos años vista y se compromete a lograr la estabilidad de precios en el mediano plazo.

La meta de inflación se ha reducido gradualmente en Colombia. No se ha tratado de reducir la inflación abruptamente, por ejemplo, a través de una congelación de la tasa de cambio. La razón es que en el país los salarios se han indexado a la inflación del pasado, indexación que infortunadamente ha institucionalizado recientemente la Corte Constitucional.

En estas circunstancias, un descenso abrupto en la inflación aumenta fuertemente los salarios reales en el sector formal, lo cual puede generar desempleo. Si la meta de inflación disminuye 2% al año, y la productividad por trabajador aumenta a 1%, la reducción en la inflación no debe disminuir la competitividad colombiana aun cuando los salarios estén indexados al pasado, siempre y cuando la tasa de cambio real se devalúe al 1% o más. Pero desde el punto de vista de la creación de empleo, sería importante que el salario mínimo y el resto de salarios aumentaran según la meta de inflación, más el aumento esperado en productividad.

Finalmente, vale la pena comentar que en los modelos de proyección de inflación que utiliza el Banco juega un papel fundamental la relación entre PIB observado y PIB potencial. Cuando el PIB observado es inferior al potencial, se espera reducción en la inflación, y por lo tanto la política monetaria puede ser expansionista. Esto quiere decir que el Banco tendrá una política favorable al crecimiento cada vez que la economía esté operando por debajo de su potencial. De esta manera el esquema actual de inflación objetivo maximiza el empleo en el largo plazo.

Los modelos que miden la situación de la economía real y las tendencias de inflación requieren información estadística al día. Además de los datos producidos por el DANE, el Ministerio de Hacienda, el Ministerio de Trabajo, el sector financiero, la Superintendencia Bancaria, y la Contraloría General, el Banco produce directamente el índice de precios al productor (IPP), una encuesta trimestral de expectativas y financia la encuesta de opinión empresarial de Fedesarrollo y a partir de este año realiza una encuesta que mide el índice de confianza de los consumidores.

V. Interacción con el Congreso y las Cortes

La ley establece que dos veces al año el Banco debe presentar un Informe al Congreso explicando sus políticas y los resultados de éstas. Si hay un cambio sustancial en las políticas, se debe hacer un informe especial al Congreso. Por ejemplo, cuando se reformó el régimen cambiario para pasar a un esquema de flotación, la Junta presentó un informe especial al Congreso.

Las discusiones en las Comisiones Económicas son interesantes y frecuentemente bastante críticas de la Junta. Los debates dan una buena idea de las percepciones del Congreso, e influyen en la manera como se perciben las condiciones de la economía. Una política monetaria muy impopular en el Congreso corre el riesgo de generar un ambiente en que pudieran prosperar propuestas de cambios legislativos a las normas que gobiernan la operación de la Junta.

La otra gran influencia en la política monetaria y crediticia son los fallos de la Corte Constitucional. La Corte ha determinado cómo debe la Junta calcular la corrección monetaria de los préstamos de vivienda, ordenó que la Junta estableciera topes a las tasas de interés de estos préstamos y ha limitado la capacidad de la Junta para reducir la inflación al indexar el salario mínimo y los salarios oficiales a la inflación pasada.

La Junta puede mantener un diálogo institucio-

nal con el Gobierno y el Congreso, pero esos mecanismos no se han desarrollado con la Corte.

VI. La Junta y el sector financiero

El Banco de la República tiene una relación muy estrecha con el sector financiero. Los intermediarios financieros obtienen liquidez diariamente del Banco de la República a través de operaciones REPO (venta temporal de títulos del Tesoro al Banco). En caso de una caída sustancial de depósitos, un intermediario puede recibir liquidez descontando en el Banco cartera de buena calidad.

Adicionalmente, todas las operaciones entre bancos, se hacen a través de sus cuentas en el Banco de la República, en tiempo real. Esto garantiza la seguridad del sistema de pagos.

En los últimos años se ha avanzado mucho en la coordinación con la Superintendencia Bancaria, y las dos entidades intercambian información y análisis del sector financiero. Finalmente, la presencia del gerente del Banco en la Junta del Fogafín garantiza la coordinación del Ministerio de Hacienda, el Banco, la Superbancaria y el Fogafín en los programas de ajuste del sector financiero.

Para que funcione el mecanismo de la transmisión del crédito, y evitar que una crisis financiera genere una crisis económica e inflación, el Banco debe velar por la salud del sistema financiero y su solvencia. El Banco, por lo tanto, debe evitar medidas que puedan afectar la solvencia del sistema.

VII. Política cambiaria

Desde 1991 el Banco de la República ha ido modificando la política cambiaria hacia un régimen de mayor flexibilidad. Se pasó de una tasa de cambio fija a una que se devaluaba diariamente, a la cual el Banco compraba y vendía divisas de manera ilimitada, a un sistema de banda cambiaria, en el cual el Banco solo intervenía masivamente en los extremos de la banda, a un sistema de flotación. Al eliminar las intervenciones cambiarias se ha facilitado el control de la base monetaria y por lo tanto de la inflación.

La única intervención cambiaria en años recientes ha sido la venta de opciones para compra de divisas, cuyos montos se determinan según la necesidad de comprar reservas para mantener una percepción positiva sobre la capacidad de pago del país.

A partir de la flotación en 1999, disminuyeron las presiones sobre el Banco para que devaluara. La tasa de cambio se fija en un mercado que se ha

vuelto bastante líquido y sofisticado. Eso ha hecho más fácil el manejo de la política monetaria.

La devaluación se debe tener en cuenta, sin embargo, debido a su influencia sobre costos y así sobre el índice de precios a los consumidores. Afortunadamente, el grado de transmisión de modificaciones en la tasa de cambio a los precios es limitado, y por lo tanto, las fluctuaciones en la tasa no han tenido mucho impacto en los precios. Esto hace posible ignorar los cambios normales en la tasa de cambio en la política monetaria.

Las fluctuaciones grandes en la tasa de cambio, relacionadas con problemas de incertidumbre en el mercado interno y altos flujos de capital sí se deben tener en cuenta en la política de tasas de inte-

rés, pues una crisis cambiaria sí tiene efectos desastrosos en las tasas de crecimiento y de empleo.

VIII. Conclusión

La anterior descripción muestra hasta qué punto influyen los aspectos técnicos y los análisis efectuados por los profesionales del Banco en las decisiones de las políticas monetaria y cambiaria. La labor de los directores, incluyendo al ministro de Hacienda, es asegurar que los análisis técnicos sean lo más objetivos posible y que no reflejen posiciones ideológicas o una falta de realismo sobre la situación de la economía.

Integración regional y cooperación cambiaria en América Latina*

Ettore Dorrucchi

I

El objetivo de este trabajo es presentar los rasgos de la experiencia europea en materia de integración regional (es decir, integración institucional, económica, financiera y monetaria, enfocándose en lo particular a la cooperación cambiaria) que pueden revestir importancia para los países latinoamericanos.

El trabajo profundiza en el análisis presentado en el documento *¿Qué lecciones se pueden obtener para América Latina a partir de la integración y la estabilidad cambiaria europeas?*¹ a fin de seleccionar algunos temas generales y orientados hacia aspectos de política, con el objeto de que sirvan de base de discusión. La intención fundamental es la de hacer una contribución al “Seminario de Madrid sobre el Eurosistema y los bancos centrales latinoamericanos” (Madrid, 23 y 24 de mayo de 2002) y al “Taller preparatorio” del seminario (Frankfurt del Main, 21 y 22 de marzo de 2002).

II

Los países latinoamericanos actualmente están confrontando dos tipos de opciones respecto a sus

prospectos de *integración regional*. El primer tipo se refiere a la selección de los socios. Los costos y beneficios de los llamados acuerdos “sur-sur” (es decir, acuerdos intrarregionales del tipo del Mercosur) deben compararse con los acuerdos “norte-sur” (es decir acuerdos inter-regionales del tipo del área de Libre Comercio de las Américas (FTAA). El segundo tipo de opción se refiere a la profundidad de la integración: la voluntad de llegar a un acuerdo de libre comercio debe compararse con formas más profundas de integración, como por ejemplo, un mercado común o incluso una unión económica y monetaria.

Estas opciones no son mutuamente excluyentes, más bien pueden complementarse entre sí en el transcurso del tiempo. Según textos económicos recientes² son preferibles los acuerdos entre norte y sur cuando su objetivo consiste solamente en el establecimiento de una zona de libre comercio,³ en tanto que los acuerdos sur-sur pueden generar grandes beneficios siempre y cuando permitan la liberalización del movimiento de factores, de armonización de políticas y de coordinación de políticas.⁴ Para América Latina, lo anterior implicaría que, primero, las relaciones que pueden irse desarrollando con socios de la región pueden ir de la mano de la liberalización comercial con otras partes del mundo; y en segundo lugar, la integración regional podría ir más allá, mucho más allá de la liberalización comercial. La experiencia europea

* Traduce y publica el CEMLA, con la debida autorización, el presente trabajo de E. Dorrucchi, funcionario del Banco Central Europeo (BCE), tomado del texto original con el título *Regional integration and exchange rate co-operation in Latin America: What options for the future? Some policy implications from the European experience*. El autor agradece los valiosos comentarios de: Carsten Detken, Stefano Firpo, Marcel Fratzscher, Francesco Mazzaferrro, Julie McKay, Francesco Paolo Mongelli, Georges Pineau, Francisco Ramon-Ballester, Stefania Scandizzo, Ciro Schioppa, Pierre van der Haegen y Adalbert Winkler. Los puntos de vista expresados no reflejan necesariamente los del BCE.

¹ Documento elaborado por Ettore Dorrucchi, Stefano Firpo, Marcel Fratzscher y Francesco Paolo Mongelli (2002, trabajo inédito de próxima aparición).

² Véase por ejemplo, Scandizzo (2002) y Banco Mundial (2000).

³ Por ejemplo, los acuerdos comerciales sur-sur probablemente ocasionen desviaciones comerciales de los exportadores más eficientes de fuera de la región hacia los productores regionales menos eficientes.

⁴ Los acuerdos sur-sur pueden beneficiarse de una integración regional más profunda en términos de economías de escala, de efectos de competencia y de una asignación de recursos mejorada.

confirma que no hay contradicción entre estas dos estrategias. Un proceso de integración regional puede y debe proceder sin prejuicio hacia el proceso más amplio de globalización, incluyendo la cooperación multilateral dentro del marco del comercio internacional, de las instituciones financieras y monetarias.

En América Latina este punto de vista se refleja actualmente tanto en el interés de los países que buscan acuerdos comerciales con el Tratado de Libre Comercio de América del Norte y Estados Unidos como en los objetivos de los diversos acuerdos subregionales latinoamericanos. Los países de la Comunidad Andina,⁵ por ejemplo, han asumido el compromiso de establecer un mercado común para el año 2005. Cuatro de estos países (es decir, todos menos Perú) ya tienen un área de libre comercio y, en gran medida, una unión aduanera. Se creó un Consejo Consultivo para coordinar las políticas macroeconómicas. El mercado común Centroamericano⁶ así como la Comunidad del Caribe⁷ y el Mercado Común del Sur (Mercosur)⁸ tienen objetivos y logros comparables a grandes rasgos a los de la Comunidad Andina. El Mercosur, que es con mucho el acuerdo regional latinoamericano más importante en función de la población y del producto interno bruto, ha estado sufriendo desde 1999 dificultades a nivel de sus mayores países miembros, después de haber tenido un avance sustancial entre 1991 y 1998.

III

En este contexto, *uno de* los posibles escenarios para la región podría ser el de una profundización adicional en materia de integración regional. Aunque la probabilidad de este escenario se revisa más adelante, debe destacarse, inmediatamente que una profundización adicional conllevaría una serie de preguntas de *política cambiaria*. ¿Es concebible que se dé una integración más profunda sin que

⁵ Los miembros de la Comunidad Andina (CA) son Bolivia, Colombia, Ecuador, Perú y Venezuela.

⁶ Los miembros del Mercado Común Centroamericano son Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras y Nicaragua

⁷ Los miembros de la Comunidad Caribe (CARICOM) son: Antigua y Barbuda*, las Bahamas, Barbados, Belice, Dominica*, Grenada*, Guyana, Haití, Jamaica, Montserrat*, St. Kitts y Nevis*, Sta. Lucía*, San Vicente y las Granadinas*, Suriname y Trinidad y Tabago. Debe tenerse en cuenta que los países que llevan el * forman, junto con Anguilla, la Unión Monetaria del Caribe Oriental, establecida en 1983.

⁸ Los miembros del Mercado Común del Sur son: Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay. Bolivia y Chile son estados asociados.

haya alguna forma de coordinación cambiaría entre los países miembros? ¿Sería posible que los diversos procesos de integración regional puedan progresar más si los países latinoamericanos continúan teniendo regímenes de cambio diferentes que varían desde la flotación independiente hasta la dolarización? ¿Puede considerarse que la construcción de una unión monetaria sea una opción deseable y factible a largo plazo para América Latina? O bien, por el contrario, dados los antecedentes de la mayoría de los países latinoamericanos ¿Podrían considerarse la flotación o la dolarización regímenes apropiados para adoptarse a nivel de los países individuales? Y por último, pero no por ello menos importante ¿sería aconsejable en este contexto la unificación de los diversos acuerdos subregionales?

IV

El debate sobre estos temas entre los formuladores de política y los académicos ha sido muy enérgico pero no ha llegado a conclusiones. Este trabajo busca contribuir a dicho debate a base de extraer algunas lecciones de la *experiencia europea*. El hecho de presentar a la Unión Europea⁹ como punto de referencia se justifica por la trayectoria de este acuerdo regional, que es con mucho, el más significativo en términos de su duración y de los logros alcanzados.

En lo que concierne al vínculo entre la integración regional y la selección de los regímenes cambiarios, la experiencia de la Unión Europea (UE) parece orientarse hacia dos lecciones. La primera es que se podría esperar que, *ceteris paribus*, cuanto más rebase la integración regional la creación de un área de libre comercio y se mueva hacia un mercado único, o incluso hacia una unión económica, mayores son los beneficios netos de la estabilidad cambiaria intraregional que por ello es necesaria. El impulso a la estabilidad cambiaria, a su vez, retroalimenta y apoya el proceso de integración regional. La segunda consiste en que como los objetivos finales de un acuerdo regional, así como la voluntad política, el compromiso y la habilidad para alcanzar dichos objetivos, pueden variar en un horizonte de largo plazo, el grado requerido de estabilidad cambiaria a nivel regional también puede variar en el tiempo.

⁹ Los miembros de la Unión Europea son: Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, los Países Bajos, Portugal, el Reino Unido y Suecia. Todos estos países excepto Dinamarca, el Reino Unido y Suecia, son miembros del área euro.

V

¿En qué medida son relevantes para América Latina estas lecciones generales? Después de todo podría argumentarse que una muy alta variabilidad cambiaria intraregional no le ha impedido a los países latinoamericanos avanzar hasta ahora en la integración subregional. Como se muestra en Dorrucchi *et al.* (2002), en el período de 1980 a 2001 la variabilidad cambiaria nominal (real) en América Latina era en promedio, 10 (7) veces más elevada que en la Unión Europea.¹⁰ Lo anterior no impidió, especialmente en la década de los años noventa, una significativa profundización en la integración regional, tanto en términos comerciales como institucionales. ¿Significa esto que, al menos en América Latina, la variabilidad cambiaria intraregional, no es una fuente de preocupación en lo que a la integración regional le concierne?

Diversos argumentos parecen contradecir este punto de vista. *En primer lugar*, aunque la variabilidad cambiaria en América Latina es mayor que en la Unión Europea, fue mucho menor entre 1993 y 1998, es decir el período en que la integración regional se dio a la máxima velocidad. *En segundo lugar*, en la Unión Europea la variabilidad cambiaria real siempre superó a la variabilidad cambiaria nominal¹¹ en tanto que en América Latina siempre sucedió lo contrario. Lo anterior puede ser un indicador del hecho de que en la Unión Europea exista la voluntad de hacer un esfuerzo para alcanzar la convergencia nominal (es decir, un requisito importante para una integración regional exitosa), lo cual no era el caso en América Latina. *En tercer lugar*, tal como Eichengreen (1998) sostiene, el incremento sustancial en el comercio intrarregional del Mercosur entre 1991 y 1998 fue la obtención no sólo de un proceso de integración institucional, sino que además, y en una muy grande medida, de diversos factores.¹² A continuación del debilita-

¹⁰ En tiempos de crisis dicha variabilidad se incrementaba a niveles mucho más elevados.

¹¹ Aunque con niveles de compromiso diferentes y con trayectorias diferentes en el tiempo, los estados miembros de la Unión Europea con mayores tasas de inflación aceptaban cambios, así como una apreciación, de su tipo de cambio efectivo real. Lo anterior sirvió como instrumento para alcanzar desinflación y reestructurar la industria doméstica expuesta a la competencia internacional. Algunas veces lo anterior llevó a tendencias insostenibles en los tipos de cambio reales, que fueron a su vez ajustados, aunque generalmente sólo de manera parcial y de forma *ex post*, mediante las así llamadas realineaciones a los tipos de cambio nominales.

¹² Entre 1991 y 1998 estos factores fueron: *i*) escaso comercio intraregional cuando se creó el Mercosur (1991), lo que daba un margen para su crecimiento en el tiempo; *ii*) tendencias favorables en el PIB mundial promedio; *iii*) el hecho de que el momento en que Argentina (Brasil) fue afectada por la depre-

miento o de la desaparición de estos factores, es decir desde 1999, los giros en el tipo de cambio bilateral entre el peso argentino y el real brasileño han resultado perturbadores para el proceso de integración económica e institucional del Mercosur. *La cuarta lección*, que es fundamental, consiste en que a pesar del progreso registrado en la década de los años noventa, la extensión actual de la integración regional permanece en América Latina dentro de límites mucho más estrechos que en Europa. De esta forma parece relevante la pregunta *¿qué implicaciones habría, en términos de interdependencia económica intrarregional y de estabilidad cambiaria, si los diversos acuerdos latinoamericanos se movieran, tal como se asienta a menudo en sus objetivos finales, hacia un mercado común completamente desarrollado, o incluso hacia una unión económica?*

VI

Se pueden obtener algunos elementos para contestar esta pregunta en Dorrucchi *et al.* (2002), en donde los autores se centran en la “interacción” (es decir, no necesariamente en la dirección de la causalidad) que se da en la Unión Europea, y en un margen más limitado en América Latina, entre:

- i*) La profundidad de la integración *institucional* (es decir, las decisiones de política que afectan la integración económica y monetaria en el tiempo), y
- ii*) La integración *económica* actual medida por un conjunto de variables económicas (incluidos los tipos de cambio intraregionales) que, acorde con la teoría de las áreas monetarias óptimas (OCA), puede también interpretarse como una medida de la necesidad de una estabilidad cambiaria regional.

La evidencia encontrada en este trabajo es consistente con la idea de que la interacción entre (i) y (ii) ha trabajado en los dos sentidos en la experiencia europea. Esto parece también quedar confirmado por consideraciones más cuantitativas que se resumen a continuación:

En lo que concierne a la influencia de (i) sobre (ii), una de las características más importantes del proceso de cooperación monetaria y cambiaria europeo fue el fuerte *compromiso político* con un proce-

ciación del real brasileño (peso argentino), el país experimentaba una tasa de crecimiento sostenida; *iv*) el hecho de que el efecto tequila afectara a Argentina cuando sus exportaciones a Brasil se incrementaban. Un factor más general lo constituyen las reformas económicas estructurales que con sesgo hacia el mercado se implementaron durante la década de los años noventa.

so más general de integración regional. De hecho, la integración europea se ha movido más allá del objetivo de un área de libre comercio en el curso de los últimos cincuenta años. Europa es hoy un mercado único y una unión monetaria. En la Unión Europea, los bienes, los servicios, el capital y los trabajadores se pueden desplazar libremente. Los subsidios y las regulaciones que favorezcan a los productores domésticos están prohibidos. Las leyes fundamentales que gobiernan la actividad económica, ya se trate de la banca, la producción industrial o la protección de los consumidores, son emitidas por la misma Unión y ejecutadas por las cortes. Las políticas comunes o coordinadas se llevan a cabo en varias áreas. En una región en la que hay un nivel tal de integración institucional, la demanda transfronteriza de productos similares producidos en diferentes países miembros se vuelve particularmente elástica. Como resultado, cualquier variación importante en el tipo de cambio moverá fuertemente las ventajas competitivas dentro de la región, afectando la rentabilidad y desatando reacciones políticas. Lo anterior plantea la necesidad de estabilidad cambiaria, cooperación monetaria y, a fin de cuentas, una moneda única. Lo anterior también sugiere que, aunque Europa tiene algunos rasgos económicos genuinos de un área monetaria óptima, el desarrollo de un área tal fue, y sigue siendo, un proceso dinámico conducido por decisiones de política comunes y con un componente endógeno.

Con respecto a la influencia de (ii) sobre (i), el grado actual que ha alcanzado, en el transcurso del tiempo, la integración económica y cambiaria de los países de la Unión Europea es probable que haya afectado la necesidad tanto de defender o fortalecer los logros de la integración institucional. La crisis monetaria del ERM en 1992/93 es un caso sobre este tema. La crisis significó un gran cambio en las tasas cambiarias nominales y reales, lo que presionó al sistema financiero y provocó un giro en los precios relativos intra-europeos, afectando por lo tanto los flujos comerciales intraregionales. Lo anterior hacía que se requirieran mayores esfuerzos de política para implementar los criterios de Maastricht sobre convergencia intraregional nominal, convenida poco después de la crisis, pero que en septiembre de 1992 no había sido ratificado por todos los países implicados. Hoy en día el comportamiento del mercado único europeo, puede igualarse al del euro. Los pasos hacia la unión monetaria fueron no solo “defensivos” sino que fueron fundamentalmente “de apoyo” al proceso de integración económica. El euro estimula el hecho de haber completado el mercado único y genera beneficios económicos por sí mismo.

VII

Tomados en su conjunto, los hallazgos de Dorrucci *et al.* (2002) sugieren que resulta necesario hacer una comparación estática simple (digamos la del 2002) entre la Unión Europea y América Latina, en términos de los requerimientos económicos e institucionales para lograr una integración regional profunda (digamos, una unión económica y monetaria), pero esta labor es insuficiente. En particular, hacer una evaluación de los países latinoamericanos para saber si son buenos candidatos para una unión económica y monetaria puede llevar a desviaciones económicas, si sólo se hace con base en un análisis estático de los criterios de una OCA. Resulta que no sólo la Unión Europea todavía no es una OCA completamente madura, sino que en el transcurso del tiempo también ha experimentado una integración dinámica entre el proceso de integración institucional y el cumplimiento de algunos criterios de una OCA. Lo anterior no significa que tales criterios fueran completamente endógenos con respecto a las decisiones de política que afectan la integración regional. De hecho, no hay un “piloto automático” que garantice que un fortalecimiento de la integración institucional, produzca, por ejemplo, un comercio intraregional mayor, ciclos de negocios más sincronizados, integración del mercado financiero y convergencia nominal. Más bien significa que, si el análisis se vuelve dinámico y prospectivo, se puede detectar que se da un círculo virtuoso entre la integración regional institucional y el cumplimiento de los criterios de una OCA.

Este argumento necesita, sin embargo, ser evaluado tanto en función de (i) las características concretas de la región latinoamericana como de (ii) el actual debate sobre los regímenes cambiarios para las economías de mercado emergentes.

VIII

Características de América Latina. El análisis estático “*ex ante*” destaca que varias características del modelo europeo de integración regional hoy en día no se ajustan a América Latina. Desde un ángulo *institucional*, aunque el Mercosur es con mucho, el acuerdo más potente en términos de población y PIB, no desempeña el papel de eje de la integración regional, tal como lo fueron al menos los países de la Unión Europea de los seis¹³ desde fines

¹³ Es decir, los seis países que fundaron la Unión Europea son: Alemania, Bélgica, Francia, Italia, Luxemburgo y los Países Bajos.

de los años sesenta. Aún sin tomar en cuenta a México, América Latina está dividida en cuatro principales acuerdos subregionales (véanse las notas de pie 5 a 8) que sólo desde hace muy poco tiempo han empezado a tener algún tipo (leve) de colaboración. Lo que es aún más importante, el grado de supra-nacionalidad en el proceso de toma de decisiones e implementación de decisiones regionales, que fue un requisito crucial en la experiencia europea, resulta muy bajo en América Latina, por no decir que está ausente.

Desde un punto de vista geopolítico, ningún país europeo domina la Unión Europea como lo hace Brasil en el Mercosur (“tamaño”), pero ningún país latinoamericano puede aportar a la región un ancla externa como lo hizo Alemania hasta 1998 (“credibilidad”). Esto significa que el argumento de la credibilidad (es decir, las ganancias que el anclaje cambiario le proporciona a un banco central orientado hacia la estabilidad, y que tiene el antecedente de una trayectoria sólida en la región) es menos fuerte en América Latina que en Europa. En América Latina ningún país resalta como modelo de política monetaria exitosamente manejada hacia la estabilidad de precios por un período de tiempo suficientemente largo. Aunque un país como Chile está en el proceso de obtener tal credibilidad, es muy pequeño para jugar el papel de ancla regional.

Por último, y no por ello menos importante, el análisis *económico* confirma que América Latina actualmente completa los criterios de una OCA en menor medida que la Unión Europea¹⁴ (en algunas ocasiones aun en menor medida que los actuales países miembros de la Unión Europea a principios del proceso de integración regional). Las debilidades del sistema financiero, la insuficiente integración comercial y la sincronización del ciclo de los negocios, así como las rigideces del mercado laboral se encuentran entre los elementos incluidos como principales deficiencias en este sentido.

A la luz tanto del análisis llevado a cabo por Dorrucci *et al.* (2002) y de la relación entre lo deseable y lo factible de la integración regional latinoamericana que se discute posteriormente, estas diferen-

cias entre Europa y América Latina son muy importantes, pero no necesariamente rigen la opción de la profundización de la integración regional de América Latina. Más bien sugieren que el o los procesos de integración regional o subregional tendrán éxito en América Latina sólo en la medida en que se fijan objetivos realistas acordes con las condiciones económicas regionales y el prevaleciente nivel del compromiso político. Eso es exactamente lo que los europeos han hecho en los últimos 50 años. Al mismo tiempo, la experiencia europea puede servir como punto de referencia para evaluar los requisitos fundamentales de una integración regional más avanzada así como sus aspectos operacionales.

IX

Regímenes cambiarios en América Latina. Actualmente abarcan (véase cuadro 1):

- *regímenes de tipo de cambio flotante* en la mayoría de los países (incluyendo Argentina y Venezuela desde febrero de 2002) consisten en (i) flotación manejada sin trayectoria preanunciada para el tipo de cambio, y (ii) flotaciones independientes;¹⁵
- *acuerdos sin moneda de curso legal por separado* en varios países (Ecuador, El Salvador y Panamá donde el dólar de Estados Unidos es la moneda de curso legal) tales acuerdos son denominados “dolarización”, aunque también se usa la misma expresión para referirse a situaciones en las que la moneda doméstica no es el apoyo completo del mercado financiero doméstico y no se acepta como una denominación para préstamos externos. Si adoptamos esta definición más amplia, varias mediciones del “grado de dolarización” (es decir, la relación de depósitos en dólares a depósitos totales, y la de M_2 a PIB) muestran que la mayoría de los países de América Latina están altamente dolarizados (llamado “pecado original”), con la notable excepción de Chile [véase Baliño, Bennett y Borenzstein (1999)].

¹⁴ A este respecto, América Latina parece diferir de Asia. La literatura económica [es decir, Bayoumi y Eichengreen (1999), Maino, Eichengreen y Bayoumi (2000), Madhur (2001)] muestran que los requisitos económicos *ex ante* para un acuerdo cambiario asiático o para una Unión Monetaria son satisfechos en gran medida por ciertas regiones asiáticas. Ejemplo de ello son: i) ASEAN-5 (Filipinas, Indonesia, Malasia, Singapur y Tailandia); ii) ASEAN-5 y Corea, incluyendo posiblemente otros países chicos de la ASEAN (es decir, Brunei, Darussalam, Cambodia y Vietnam).

¹⁵ Bajo ambos tipos de regímenes, la intervención se puede dar, pero no hay un compromiso oficial y explícitamente anunciado. Bajo la flotación manejada la intervención puede utilizarse para influir en el nivel del tipo de cambio, en tanto que bajo la flotación independiente cualquier intervención se da sólo para suavizar los movimientos del mercado. Sin embargo, varios países que declaran al FMI ceñirse a una flotación independiente, de hecho, manejan, en diversos grados, sus tipos de cambio. Hay pruebas de esto que se presentan en Poirson (2001) y se resumen en el cuadro 1.

Una forma concisa de discutir esta situación es que la mayoría de los países latinoamericanos buscan resolver el problema de la “imposible trinidad”, es decir, la imposibilidad de beneficiarse del libre comercio y los movimientos de capital, de los tipos de cambio fijos y de la autonomía de la política monetaria al mismo tiempo, sólo a base de pasarse a una “dualidad posible”. Una “dualidad posible” consistiría ya sea de “soluciones de esquina” (corner solutions): tipos de cambio flotantes (incluida la flotación manejada) asociados a la habili-

dad de seguir una política monetaria autónoma para absorber los choques externos, o tipos de cambio fijos a expensas de la autonomía de la política monetaria (véase la gráfica I).

X

¿En qué medida pueden estas soluciones de esquina considerarse como regímenes de estado estable?
¿Es posible que se den las dualidades mencionadas

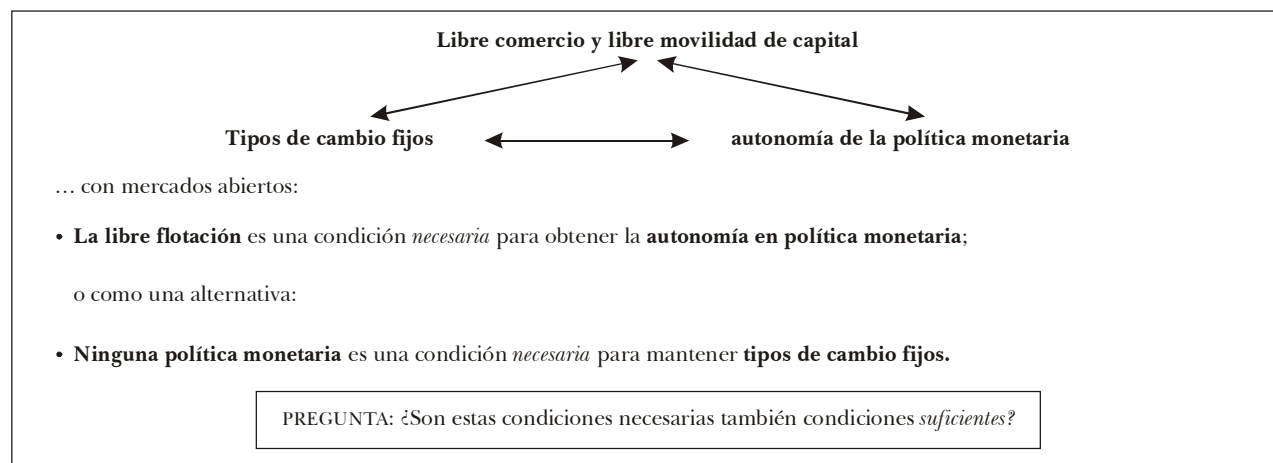
Cuadro 1

REGÍMENES CAMBIARIOS OFICIALES EN ALGUNOS PAÍSES LATINOAMERICANOS

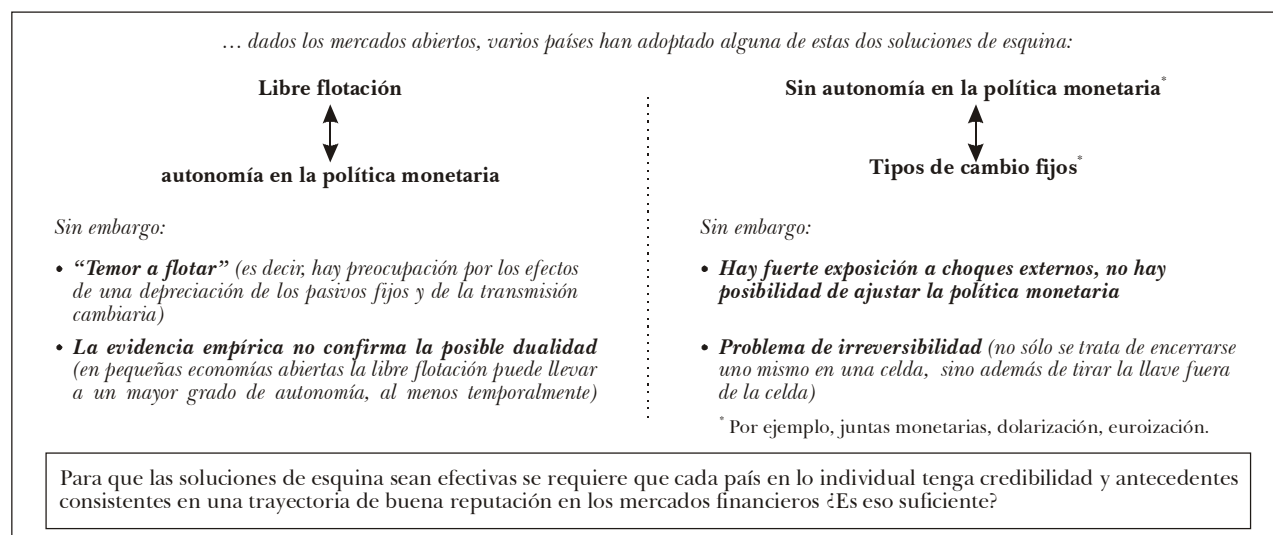
<i>País</i> <i>(el lugar que ocupa según el tamaño del PIB a fines de 2000 aparece entre paréntesis)</i>	<i>Régimen cambiario corriente</i> <i>(en marzo de 2002)</i>	<i>Régimen cambiario anterior</i>	<i>Discrepancia entre regímenes de jure y de facto al 1º de enero de 1999</i> <i>(usando como base información de 1998)</i>
Miembros del Mercosur			
Argentina (3)	Flotación independiente (desde 2002)	Junta Monetaria	No
Brasil (1)	Flotación independiente (desde 1999)	Flotación manejada con banda ajustable	No (sin embargo, en enero de 1999 el real se colapsó y Brasil se movió hacia la flotación independiente)
Paraguay (15)	Flotación manejada sin trayectoria preanunciada para el tipo de cambio (desde 1998)	Flotación independiente	En alguna medida (más vinculación de lo esperado)
Uruguay (8)	Banda cambiaria móvil (desde 1990)	Flotación independiente	No
Miembros de la Comunidad Andina			
Bolivia (14)	Vinculación móvil (desde 1998)	Flotación manejada	Hasta cierto punto (más vinculación de lo esperado)
Colombia (5)	Flotación independiente (desde 1999)	Banda móvil	Sí (flotación de <i>facto</i> en lugar de la banda móvil)
Ecuador (12)	Acuerdo colombiano sin curso legal separado (dolarización) (desde 2000)	Flotación manejada	En alguna medida (más vinculación de lo esperado)
Perú (7)	Flotación independiente (desde 1990)	Vinculación	En alguna medida (más vinculación de lo esperado)
Venezuela (4)	Flotación independiente (desde 2002)	Banda móvil	No
Otros países			
Chile (6)	Flotación independiente (desde 1999)	Banda móvil	No
Guatemala (9)	Flotación manejada sin trayectoria pre-anunciada para el tipo de cambio (desde 1999)	Flotación independiente	Sí (vinculación de <i>facto</i>)
México (2)	Flotación independiente (desde 1994)	Vinculación	En alguna medida (más vinculación de lo esperado)

FUENTES: FMI, Informes anuales sobre acuerdos cambiarios y restricciones. La última columna se basa en Poirson (2001).

GRÁFICA I. ¿PUEDE LA “IMPOSIBLE TRINIDAD”...



...implicar una “posible dualidad”



anteriormente? No es fácil responder a estas preguntas dado que en la práctica hay muy poca experiencia de mercados emergentes con regímenes de esquina. En particular, la experiencia con las flotaciones, ya sean combinadas con objetivos de inflación (*inflation targeting*) o no, es muy reciente para poder extraer conclusiones firmes (véase cuadro 1). Es más, la respuesta tiende a cambiar de un país a otro, y principalmente depende de la habilidad del país para implementar un marco de políticas consistente, en el que la política cambiaria sea compatible con las políticas macroeconómicas, con la política fiscal y con la monetaria, así como con los requerimientos estructurales e institucionales más amplios. De manera similar a lo que se ha dicho con respecto a la integración regional, ningún régimen cambiario puede proporcionar un “piloto automático” para la economía.

Conforme a diversos observadores, en América Latina hay actualmente un país, Chile, que se está

beneficiando por completo de la adopción de una solución de esquina sin una fuerte integración regional. En ese país la adopción de la libre flotación y del objetivo de inflación está de hecho asociada con un cierto grado tangible de autonomía en la política monetaria. Los principales factores detrás de este logro parecen haber sido sus antecedentes de contar con una trayectoria sólida en la implementación de políticas económicas, el muy bajo grado de dolarización (entre 90% y 95% de los depósitos están denominados en moneda local) y, por último pero no por ello menos importante, un secuenciamiento exitoso en la liberalización del movimiento de capital.¹⁶

¹⁶ Entre 1991 y 1998 las autoridades chilenas elevaron el costo del financiamiento externo a corto plazo, sobre todo mediante la imposición de un encaje legal no remunerado de un año sobre las entradas de cartera. Complementadas con la liberalización tanto de las transacciones de cuenta corriente como de las salidas de capital, esta estrategia resultó exitosa para evi-

En este contexto, el país ha bajado unilateralmente las tarifas al comercio exterior y ha desarrollado o está desarrollando acuerdos *bilaterales* con Mercosur, FTAA, UE, APEC y con varios países individuales, sin ser un miembro completamente maduro de ningún acuerdo regional. Las autoridades chilenas probablemente consideren su “propia vía” como una opción preferible en un contexto como el de América Latina, donde los resultados de la trayectoria de la política económica y del proceso de integración regional son todavía insuficientes.

El caso de la mayoría de los otros países latinoamericanos parece ser diferente.

En primer lugar, en la mayoría de los países que han adoptado *regímenes de tipo de cambio flotante*, continúa siendo un tema de discusión la preocupación sobre los efectos de la depreciación de la moneda sobre los pasivos en divisas y sobre la transmisión (*pass-through*) del tipo de cambio.

El “temor a flotar”, que puede interpretarse como un síntoma de falta de credibilidad de dolarización de pasivos y de vulnerabilidad al acceso al crédito interno, plantea preguntas acerca de la adopción de regímenes de flotación cambiaria como una solución de estado estable [véase Calvo y Reinhart (1999, 2000) y Hausmann, Panizza y Stein (2000)]. Es más, alguna evidencia empírica muestra que, con la excepción ya mencionada de Chile, en América Latina los regímenes de flotación no están asociados realmente con ningún grado significativo de autonomía de política monetaria [Fratzcher (2000)].

En segundo lugar, de ser verdad que el anteriormente mencionado “pecado original” puede exigir la *dolarización*¹⁷ completa, resulta igualmente cierto que, especialmente cuando el país enfrenta problemas de sostenibilidad fiscal, de solvencia y liquidez del sector financiero y de rigidez del mercado laboral, los costos de la dolarización probablemente sobrepasan a los beneficios. Los principales costos incluyen: *i*) estar totalmente sujetos a una autoridad monetaria exterior que podría no responder a las necesidades del país (aunque el grado de autonomía de política monetaria en un régimen de flotación es muy limitado generalmente; *ii*) pérdida de señoreaje; *iii*) renunciar tanto al papel de prestamista de última instancia y a la así llamada “opción de último recurso”. Esta última consiste en el uso de la inflación a fin de no cumplir respecto

tar que el peso se apreciara en términos reales dentro de un contexto de una rígida política monetaria interna.

¹⁷ La dolarización podría eliminar el riesgo cambiario, incrementar la credibilidad, bajar los márgenes (*spreads*) del empréstito internacional, acrecentar la estabilidad de precios y promover un sector financiero doméstico más sano.

al valor real de sus compromisos nominales. Además, en varios países latinoamericanos hay una generalizada renuencia “política” al giro hacia la dolarización completa.

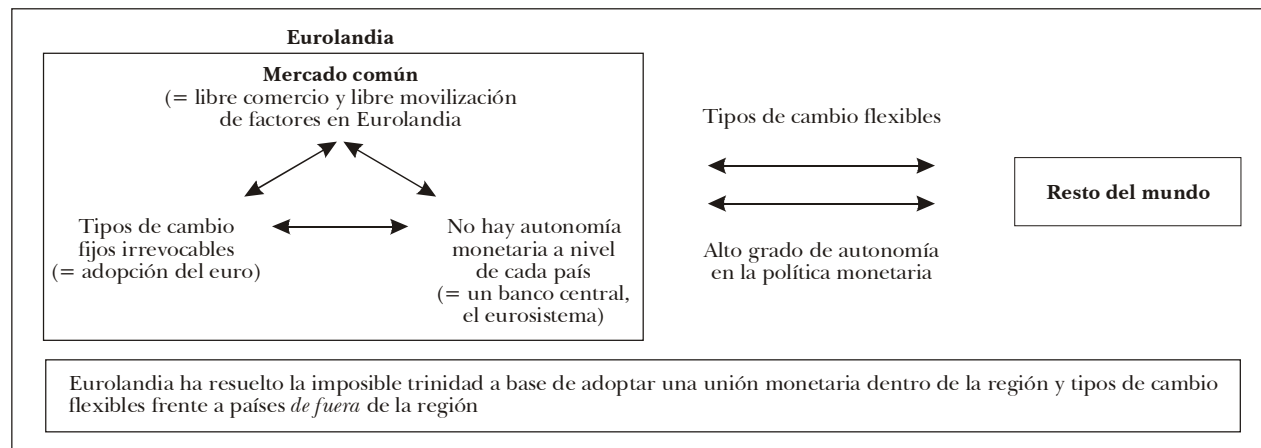
Estos factores sugieren que, aunque el caso chileno puede verse como un “modelo” a ser emulado en términos de desempeño y políticas económicas, puede ser más difícil repetirlo con éxito en otros países individuales que carezcan de los incentivos que proporciona un marco coherente de integración regional profundo.

En los países latinoamericanos, probablemente se pueda proporcionar un marco de políticas de soporte mediante una supervisión y una convergencia regional más formalizada y acrecentada, así como a base de dar pasos hacia un mercado común y hacia sus consiguientes beneficios en términos de una competencia más fuerte y también mediante alguna forma de cooperación y consideración macroeconómicas (incluyendo la disciplina fiscal). Este escenario, sin embargo, no necesariamente implica que la “solución europea” en el campo de la cooperación cambiaria y monetaria, es decir, atar entre sí las políticas monetarias a través de la adopción de una moneda regional y fluctuar conjuntamente frente a las monedas del resto del mundo (véase gráfica II), sea la solución más apropiada. De hecho, no sólo los requerimientos de una unión monetaria son muy exigentes, sino que la decisión de fluctuar conjuntamente puede no ser lo más conveniente. Dada la característica latinoamericana anteriormente mencionada, esta región puede beneficiarse de utilizar grupalmente como ancla una moneda externa como podría ser el dólar de Estados Unidos o una canasta que incluya tanto el dólar como el euro. A este respecto, conforme a una investigación reciente hay pocas dudas acerca de que el dólar de Estados Unidos sea la mejor moneda ancla para América Central, en tanto que el patrón resulta menos claro para América del Sur. Esta región comercia con Europa en gran medida y en muchos casos (por ejemplo, Argentina) la cantidad de movimientos que hay con el ciclo de los negocios euro es del mismo tamaño del área del que con el de Estados Unidos [Alesina y Bono (2000)].

XI

Estas consideraciones confirman que no sólo el campo de la cooperación regional, sino también en el de las políticas cambiarias, los países latinoamericanos están todavía en el proceso de escoger su *propia vía*. El menú de opciones para el futuro incluye:

GRÁFICA II. LA VÍA EUROPEA PARA RESOLVER LA IMPOSIBLE TRINIDAD



- tipos de cambio flotantes, preferiblemente acompañados de objetivos de inflación;
- dolarización;
- estabilización de los tipos de cambio entre monedas de la región a través de la adopción de alguna forma de un anclaje conjunto (leve) utilizando una moneda externa tal como el dólar de Estados Unidos o una canasta que incluye al dólar y al euro [por ejemplo, en la forma de una amplia banda móvil (*crawling band*)];
- ligamiento de las políticas monetarias de manera conjunta y la adopción de una moneda única latinoamericana que flotaría contra terceras monedas. El objetivo último de una moneda regional sería, por supuesto el éxito de un reforzamiento progresivo de una integración regional institucional, financiera y económica.

XII

En una perspectiva de más largo plazo, un análisis dinámico y prospectivo parece sugerir que hay dos argumentos para fomentar la integración regional y la cooperación cambiaria en América Latina, ambas en términos de lo deseable y lo factible.

En lo que concierne a lo deseable, la cooperación económica y la vigilancia regional cumplirían el requisito de fortalecer la estabilidad nominal, una necesidad que, de manera diferente a Asia, en América Latina es quizá más difícil de satisfacer sin el apoyo de acuerdos comunes. En particular, la cooperación cambiaria podría reducir la magnitud de, o evitar en el caso de una unión monetaria, los choques internos producidos por variaciones bruscas en el tipo de cambio nominal entre las princi-

pales monedas latinoamericanas. Una unión monetaria también puede desempeñar un papel, especialmente en las pequeñas economías abiertas, al reducir el grado *relativo* de apertura comercial, que puede contribuir a proteger parcialmente a la región de choques externos. La estabilidad nominal acrecentada y un menor grado relativo de apertura, ayudaría a reducir la vulnerabilidad global de la región, que es una de las causas principales que están detrás de los insuficientes flujos FDI que se dirigen a América Latina tomada en su conjunto. Dentro de este marco de política más estable, una liberalización de los movimientos de los factores productivos que tenga una base normativa puede implicar efectos de competencia y de escala positivos. Quizá será más fácil propiciar la reforma con orientación hacia el mercado en un marco regional que hacerlo sólo dentro del contexto global. Por último, también es posible asociar una integración de más profundidad a beneficios políticos tales como un poder de negociación y una visibilidad más fuertes en los campos de discusión internacionales.

En tanto que, tal como se mencionó anteriormente, diversos factores juegan contra la *factibilidad* de una integración regional más avanzada en América Latina, otros factores podrían ir en la dirección opuesta siempre que los países de esa región sigan el secuenciamiento correcto (por ejemplo, que primero completen el paso inicial de establecer un área de libre comercio y una unión aduanera). En particular, el limitado número de miembros que hay en el Mercosur podría hacer que las negociaciones y la coordinación fueran potencialmente más fáciles si surgieran las circunstancias favorables, tal como sucedió a principios de los años noventa. Adicionalmente, los movimientos en el régimen cambiario de Brasil (1999) y de Argentina (2002) le dan a las autoridades la oportu-

nidad de reconsiderar su estrategia de comercio regional y, de manera más general, de integración económica. En las etapas iniciales de integración gradual, un marco de objetivo de inflación, acompañado de objetivos de estabilización cambiaria suaves, parecería que podría ser apropiado. Sin embargo, se debería asignar una mayor ponderación a la estabilidad cambiaria bilateral si la participación del comercio regional tuviera que incrementarse como resultado de una integración reforzada. A este respecto, la revitalización del Mercosur podría a su vez conducir a una coordinación acrecentada con otros acuerdos subregionales.

XIII

De las consideraciones anteriores se pueden extraer tres indicaciones generales claras.

- La primera consistiría en suponer que la profundización de la integración regional en América Latina como escenario posible a largo plazo parece una hipótesis viable; opción que, tal como se discutió, sería consistente con acuerdos de libre comercio entre economías maduras al igual que con supervisión y cooperación multilaterales.
- La segunda, tal como lo muestra la experiencia europea, es que la integración regional profunda puede alterar significativamente las consideraciones de costo-beneficio en la elección del régimen (o regímenes) cambiario (s) para América Latina y también tener una responsabilidad acerca de las modalidades de cambio de régimen. De acuerdo con ello, parece apropiado hacer algunas reflexiones acerca de las implicaciones de la integración regional profunda en términos de regímenes cambiarios.
- La tercera consiste en que si la integración económica e institucional fuera a darse en América Latina implicaría probablemente una cooperación cambiaria y monetaria más profunda. Esta meta podría ayudar a los países latinoamericanos a alcanzar "condiciones de estado-estable". Sin embargo, la pregunta de si la voluntad política y los otros requerimientos *ex ante* para una integración más profunda se dan, en algo que permanece abierto a discusión, así como le pasa a la pregunta acerca del cómo puede darse lo anterior. La discusión está abierta sobre las opciones a largo plazo tales como el anclamiento conjunto en una moneda externa o en una canasta de monedas y la adopción de una moneda regional común que flote frente a terceras monedas.

Referencias bibliográficas

- Alesina, A., y R. J. Barro (2000), *Currency Unions*, NBER, Cambridge, Ma. (Working Paper, n° 7927).
- Baliño, T., A. Bennett y E. Borenzstein (1999), *Monetary Policy in Dollarized Economies*, FMI, Washington, D. C. (Occasional Paper, n° 171).
- Banco Mundial (2000), *Report on Trade Blocs*.
- Calvo, G., y C. Reinhart (2000), *Fear of floating*, NBER, Cambridge, Ma. (Working Paper, n° 8006).
- Dorrucci, E., S. Firpo, M. Fratzscher y F. P. Mongelli (2002), *What Lessons for Latin America from European Integration and Exchange Rate Stability?*, texto mimeografiado, Banco Central Europeo.
- Eichengreen, B. (1998), *Does Mercosur Need a Single Currency?* Keynote address for the IPEA conference "ALCA and Mercosur: The Brazilian Economy in the Processes of Sub-regional and Hemispheric Integration" (Brazilia, 5-6 de octubre)
- Fratzscher, M. (2002), "The Euro Bloc, the Dollar Bloc, and the Yen Bloc: How much Monetary Policy Independence can Exchange Rate Flexibility Buy in an Interdependent World?", *International Journal of Finance and Economics*, próximo a publicarse (julio).
- Hausmann, R., U. Panizza y E. Stein (2000), *Why do Countries Float the Way they Float?*, IADB (Working Paper, n° 418).
- Poirson, H. (2001), *How do Countries Choose their Exchange Rate Regime?*, FMI (Working Paper, n° 146).
- Scandizzo, S. (2002), *Options for Monetary Integration in the Andean Community*, texto mimeografiado, Corporación Andina de Fomento.

¿Deben los bancos limitar sus operaciones?*

Biagio Bossone

La competencia hace que se entreguen automóviles en colores populares. Entonces ¿Por qué, nunca ha entregado balances (de transacciones seguras)? A eso respondo que como los propietarios de las cuentas de transacciones y de otros balances bancarios han dependido erróneamente, generación tras generación, de los gobiernos para su protección, no ha habido nada que la competencia tenga que entregar. Parecería seguirse de ello que bajo la política bancaria de *laissez faire*...no existiría banca de reserva fraccionaria. (J.H. Kareken, 1985)

“...el uso de banca de operaciones limitadas para hacer frente a los problemas potenciales de iliquidez bancaria es análogo a reducir los accidentes de automóvil estableciendo la medida de limitar la velocidad de los automóviles a cero. (N. Wallace, 1996)

I. Por qué un estudio de la banca de operaciones limitadas

La idea de limitar la actividad de los bancos emisores de depósitos a la financiación de activos completamente seguros, con el fin de liberar a los depositantes del riesgo de incumplimiento de emisión, ha sido preconizada a lo largo del tiempo por eminentes expertos en regulación financiera y muy conocidos académicos, incluyendo entre ellos por lo menos tres ganadores del Premio Nóbel. En algunos países industrializados, las propuestas de adoptar regímenes bancarios de operaciones limitadas han recibido seria conside-

ración por parte de los formuladores de política, especialmente a raíz de las principales crisis bancarias. De manera sorprendente, dichas propuestas han recibido apoyo a menudo por parte de prominentes banqueros. Las propuestas de banca de operaciones limitadas han sido recientemente consideradas también para su aplicación en los países emergentes, y los asesores de política en las instituciones financieras internacionales y gobiernos no se han mostrado inmunes al llamado en favor de la banca de operaciones limitadas como una salida para las debilidades bancarias en los países de postcrisis.

Ningún país hasta ahora ha experimentado con la banca de operaciones limitadas, por lo que no se han obtenido las lecciones que hubiera arrojado la experiencia. Aun en ausencia de ello, empero, la idea sigue siendo atractiva para muchos, tal vez porque apela directamente al sentido común. De ahí que resurja periódicamente en los periódicos económicos y de política económica, así como en los debates sobre las reformas del sistema bancario. Con una sola excepción notable, que mencionaremos en el curso de este estudio, la banca de operaciones limitadas nunca ha sido rebatida en términos rigurosamente teóricos; de hecho, no ha sido evaluada comparativamente con las teorías bancarias contemporáneas, ni ha sido objeto de tentativas para estimar sus efectos potenciales en la economía.

* Traduce y publica el CEMLA, con la debida autorización, el documento de trabajo del FMI, n^o WP/01/159 (números de clasificación JEL: G1, G2) de octubre de 2001, autorizado para distribución por Pier Carlo Padoan. Las opiniones expresadas en este artículo son las del autor y no necesariamente representan las del FMI o la política del FMI; describen los progresos de la investigación por el autor y se publican para suscitar comentarios y nuevos debates. B. Bossone está asociado con la Banca d'Italia, así como con el Fondo Monetario Internacional. Desea agradecer a F. Mishkin por su retroalimentación a las discusiones preliminares sobre la banca de operaciones limitadas y a Ying Lin, del Banco Mundial, por su valiosa asistencia de investigación. Agradece también al Departamento de Investigación y al Departamento Monetario y de Asuntos Cambiarios del FMI, especialmente a G. De Nicolo, P. Kupiec, y B. Drees, por haberle suministrado útiles comentarios y sugerencias. Asimismo agradece a O. Gargagliano su constante apoyo. El FMI no se hace responsable de la presente traducción.

Sujetándose a una comprehensiva reflexión acerca de los pros y los contras de la banca de operaciones limitadas y los resultados de un ejercicio empírico simple, este estudio llega a una conclusión contraria a la banca de operaciones limitadas y proporciona una norma para evaluar la consistencia de las propuestas en cuanto a la banca de operaciones limitadas.

II. Ámbito del estudio

Un factor clave para lograr la estabilidad monetaria y financiera en la economía es que los bancos, generalmente considerados como instituciones dedicadas a proveer activos monetarios, sean sólidos y adaptables a los choques. Los sistemas bancarios, virtualmente en todas partes, han evolucionado a través de la historia hasta convertirse en regímenes de reserva fraccionaria, especializados en la creación de dinero privado mediante los préstamos a individuos y empresas. Sin embargo, como la teoría muestra y la historia confirma, los bancos que operan bajo régimen de reserva fraccionaria son vulnerables a las corridas (pánicos) de los depositantes. El contagio de las corridas de los depositantes entre los bancos, a su vez, hace que todo el sistema bancario en general quede expuesto a los pánicos del público y al riesgo de colapso.

Dado que los acuerdos privados para hacer frente a tales riesgos están expuestos a los aventureros ventajosos y a problemas de fallas de coordinación, los gobiernos típicamente intervienen a través de instrumentos reguladores y redes de seguridad (tales como normas prudenciales, seguros de depósito, y servicios de préstamos de última instancia), con objeto de reducir la probabilidad de choques bancarios (así como de la transmisión sistémica de choques), al igual que para mitigar el costo financiero de las crisis, una vez que éstas se producen.

Sin embargo, la fundamental disparidad (que caracteriza a los bancos) entre las obligaciones de los depósitos a la vista (a menudo implícita o explícitamente asegurados por el gobierno), por una parte, y los ilíquidos, riesgosos y opacos préstamos que se usan como garantía de esas obligaciones, por otra, subsiste en el corazón de las crisis potenciales. Ello hace que el costo implícito de las redes de seguridad pública sea elevado, y tienda a aumentar por la misma presencia de las redes de seguridad.

Como la demanda de activos seguros por parte del público (por ejemplo, papel gubernamental a corto plazo), usualmente excede la demanda bancaria de múltiples depósitos, algunos consideran

esto como prueba de una fuerte demanda no satisfecha de activos libres de riesgo a la que los bancos no pueden responder a causa de los efectos distorsionadores de las redes de seguridad, que inclinan las preferencias de los bancos hacia las carteras ilíquidas (Kareken, 1985). Por implicación, ausente la interferencia gubernamental, un régimen de *laissez-faire* induciría a los bancos a competir entre sí, al tratar de satisfacer la demanda pública de *dinero seguro* mediante la equiparación plena de sus obligaciones líquidas con los activos libres de riesgo. El hecho de hacer posible que los bancos puedan hacer frente a futuras corridas contra los depósitos eliminaría, realmente toda probabilidad de que se produjeran dichas corridas o pánicos.

Con este propósito en mente, cada vez más frecuentemente en la literatura científica y de política financiera se han formulado propuestas para “des-hacer el nudo Gordiano entre captar depósitos y hacer préstamos comerciales” (Litan, 1987, p. 145). Esto se lograría mediante la introducción de normas para la “banca de operaciones limitadas”. Los *bancos de operación limitada* son bancos que se especializan en la toma de depósitos y en actividades de pagos, mientras que se les prohíbe o restringe el hacer préstamos al sector privado, si bien pueden invertir sus obligaciones de depósito en activos de muy alta calidad.¹ Si, además, el seguro público protege los depósitos en los bancos de operaciones limitadas de todo comportamiento fraudulento por parte del banco, la banca de operaciones limitadas de hecho ofrece al público un tipo de dinero sumamente seguro, puesto que provee fondos de inmediato para satisfacer los retiros de depósitos, lo que hace de los depósitos en los bancos de operaciones limitadas el equivalente de moneda.

Los que abogan a favor de la banca de operaciones limitadas sostienen que las redes de seguridad y las regulaciones prudenciales bancarias no tendrían razón de existir con la banca de operaciones limitadas. Los intermediarios no bancarios podrían operar de acuerdo con las firmes regulaciones para los títulos, estarían en libertad de emprender toda clase de actividades financieras no monetarias usando fondos no garantizados, y se les permitiría quebrar. Con la banca de operaciones

¹ Boot y Greembaum (1982) caracterizan la banca de operaciones limitadas como una forma de regulación *directa* que proscribe tipos de actividades específicas, por oposición a la regulación *indirecta*, que busca inducir (socialmente) elecciones óptimas mediante la alteración de la estructura de incentivos de las firmas, por medio de regulaciones (tales como capital mínimo y liquidez, provisiones para pérdidas por préstamos, salidas/entradas, contabilidad y divulgación, y otras semejantes).

limitadas, la disciplina de mercado sería más efectiva para orientar las inversiones prudentes, en tanto que el sistema financiero podría ser desregulizado significativamente, con lo que se alcanzarían más elevados niveles de eficiencia.

No existen ejemplos reales en el mundo de regímenes de banca de operaciones limitadas que podrían ser utilizados para evaluar sus costos y beneficios reales. En consecuencia, la evaluación de la banca de operaciones limitadas necesariamente implica cierta clase de experimentos mentales que, en las mejores circunstancias, lo único que pueden hacer es conducirnos a conclusiones de tipo conjetural. Sin embargo, el inventario de la considerable riqueza de opiniones informadas acumuladas sobre el tema en el curso de los años, así como la evaluación de las consecuencias potenciales de la banca de operaciones limitadas frente al telón de fondo de la teoría bancaria contemporánea, pueden al menos ayudarnos a identificar correctamente los diversos aspectos e implicaciones de las propuestas. Además, nos proporcionarían intuiciones de política para los países en desarrollo, en una época en que su integración financiera en la economía mundial convierte el desarrollo de sistemas financieros internos estables y eficientes en un objetivo de preocupación internacional.

Este estudio ofrece una evaluación de la teoría y política de la banca de operaciones limitadas. El estudio responderá a preguntas como las siguientes: ¿Ofrecerá la banca de operaciones limitadas mayor estabilidad financiera, como promete hacerlo? ¿A qué costo se obtendría dicho resultado, en caso de que se lograra? ¿Es la banca de operaciones limitadas recomendable para las economías en desarrollo?

El estudio rechaza la validez de la banca de operaciones limitadas sobre bases conceptuales y empíricas, y llega a la conclusión de que privaría a la economía de las funciones clave y los beneficios de la banca convencional. El estudio, asimismo, no encuentra elementos convincentes en apoyo de la practicabilidad de las propuestas en favor de la banca de operaciones limitadas.

El resto del estudio se organiza como sigue. La sección III hace una revisión de la literatura existente que trata de la banca de operaciones limitadas. En la sección IV se contrasta el concepto de banca de operaciones limitadas con las teorías contemporáneas de la banca en general, se evalúan las consecuencias potenciales de la banca de operaciones limitadas para las finanzas y la economía real, y se derivan evidencias empíricas sobre los costos de la limitación de las operaciones de los bancos. La sección V concluye el estudio con el trazado de las implicaciones de política.

III. Propuestas de banca de operaciones limitadas: orígenes y contenido²

1) Antecedentes históricos

La banca de operaciones limitadas es el equivalente moderno y más elaborado del principio “banca de reserva 100%”, invocado por los primeros economistas para corregir la inadecuación de las reservas monetarias contra el cúmulo de billetes en circulación.³ Aparte de los ejemplos de los orígenes y de los primeros bancos de depósito de hace siglos, los precedentes históricos de tales principios pueden rastrearse hasta el antiguo sistema monetario de las colonias norteamericanas, en el siglo XVIII, y las leyes bancarias nacionales del gobierno de Estados Unidos de 1863 y 1864. Todos ellos se desarrollaron a partir de la noción de que las formas primarias de medios de pago deben ser respaldadas por títulos del gobierno federal (Phillips, 1995).

Tal vez es la decisión de Sir Robert Peel en el Banco de Inglaterra, en 1844, de volver al régimen de reserva 100%, así como dividir el Banco de Inglaterra en el departamento de préstamos y el departamento de emisión, lo que constituye el primer antecedente de un régimen de banca de operaciones limitadas.

El régimen de reserva 100% progresivamente vino a ser visto como un remedio a los problemas de inestabilidad del sistema bancario, cuando se articularon nuevas propuestas que determinaron la limitación del campo de las operaciones de los bancos comerciales, es decir, se les restringió a aceptar únicamente los depósitos a la vista y a invertir fondos exclusivamente en activos seguros.

De ahí que en Estados Unidos, a partir de 1933,

² Con una sola excepción, la reseña en esta sección se basa exclusivamente en la literatura financiera anglosajona.

³ En el libro *Wealth of Nations*, Adam Smith advirtió que “El conjunto del dinero papel de toda clase que puede fácilmente circular en cualquier país, nunca deberá exceder el valor del oro y plata...que circularía en ese mismo país si no existiera el dinero papel...Si el papel circulante excediera en un momento dado esa suma...[muchacha gente percibiría de inmediato que tenían en su poder más papel de lo necesario para las transacciones, e...inmediatamente reclamarían el pago del mismo por parte de los bancos”. (Bk. II. Ch. II: 361-62). Posteriormente, David Ricardo escribiría: “Asegurar al público contra cualquier otra variación del valor de la moneda, aparte de aquella a que está sujeto el patrón monetario, y, al mismo tiempo, llevar a cabo la circulación con el medio menos costoso, es alcanzar el estado más perfecto a que puede ser llevada una moneda, y contaremos con todas las ventajas si sujetamos al banco a la entrega de oro o plata no acuñados en la Casa de Moneda, a cambio de sus billetes...” (De *The Works of David Ricardo* Vol I, *Principles of Political Economy*, editado por P. Sraffa, Universidad de Cambridge, 1951: 358.)

surgiera el debate en torno a diversas ideas para reformar el sistema bancario, promovidas por una serie de memorandos a la administración Roosevelt por parte de un grupo de economistas de la Universidad de Chicago, entre los cuales los más prominentes eran Frank Knight, Henry Simons, y Lloyd Mints.⁴ En una época en que se consideró necesario un reacondicionamiento de la industria bancaria, lo que después vino a conocerse como el “Plan Chicago” preconizaba la abolición del régimen de reserva fraccionario, la adopción de un requisito de reserva de 100% para los depósitos a la vista, y el desplazamiento de los bancos de depósito existentes a por lo menos dos distintos tipos de instituciones: bancos de depósito con tenencias de reservas al 100%, y sociedades de inversión que se dedicaban a hacer préstamos financiados por títulos. Estas medidas impedirían nuevos pánicos bancarios, restaurarían el pleno control gubernamental sobre el proceso de oferta de dinero, y reducirían las fluctuaciones económicas (Simons, 1934).

El primer estudio (que sigue siendo el más comprehensivo) de la estructura y las implicaciones de la banca de reserva al 100% es el de Irving Fisher (1935) “100% Money”, escrito para mostrar cómo dicho régimen mantendría los depósitos para cheque completamente líquidos e impedirían la inestabilidad cíclica de la economía. Fisher no se adentró mucho en las cuestiones institucionales de cómo se podrían segregar mejor las funciones bancarias de toma de depósitos y otorgamiento de préstamos; estaba más interesado en los aspectos económicos subyacentes, y dio por sentado que cada función sería desempeñada por un departamento distinto dentro del mismo banco.⁵

La idea de una banca con reserva de 100% sería comentada de nuevo posteriormente por Maurice Allais (1948), quien criticó enérgicamente la banca fraccionaria,⁶ y enunciada todavía con mayor claridad por Milton Friedman (1959) como un modo de remediar la inestabilidad de la oferta monetaria y reducir la intrusión reguladora del gobierno en las actividades de préstamo e inversión. La propuesta de Friedman haría que todo el dinero existente en el sistema (ya fuese moneda o depósitos) se convirtiese en obligaciones emitidas según acuerdos uniformes. Conforme al Plan Chicago, todos los bancos mantendrían reservas al 100% en billetes o depósitos de la Reserva Federal, contra

⁴ Para una reconstrucción histórica de estas contribuciones y su destino político, véase Phillips (1992). Sobre el Plan Chicago, véase también las referencias en Friedman (1959), Cap. 3, pie de página 8:108.

⁵ Véase, por ejemplo, Fisher (1935), Cap. V, Parte II.

⁶ Para una reciente reevaluación de la teoría de Allais, véase Phillips (1992).

todas las obligaciones de depósitos vigentes pagaderas a la vista o transferibles por cheque. En esta forma, las existencias de dinero y el dinero de alta potencia coincidirían, con lo cual se eliminaría la inestabilidad de la oferta monetaria que se origina en la aleatoriedad del multiplicador de dinero, de modo que se suprimiría la necesidad del seguro de depósito. Friedman es partidario de dividir los bancos comerciales en dos tipos de instituciones separadas: por una parte, en simples instituciones de depósito que poseerían un dólar de reserva en el banco central por cada dólar en depósitos a la vista, así como el capital de otros disponible para préstamos; y por otra, una sociedad de inversiones que adquiriría capital mediante la venta de acciones o títulos, y usaría dicho capital para fundar préstamos y adquirir inversiones. Este segundo tipo de institución no podría dedicarse a la creación o destrucción de dinero, y no estaría sujeto a ningún control regulador especial. La proposición de Friedman difería del Plan de Chicago en que recomendaba el pago de interés sobre la reserva de 100 por ciento.⁷

2) Banca moderna de operaciones limitadas

Las propuestas de banca de operaciones limitadas volvieron a surgir en Estados Unidos en los años de la década que se inició en 1980, cuando las tumultuosas innovaciones financieras y los episodios de crisis financieras motivaron una reevaluación del régimen regulador bancario existente. Aun antes de que la cuestión se convirtiera en objeto de un análisis de política más extenso, varios investigadores muy reputados expresaron su apoyo a una banca de reserva de 100%, aunque sin insistir mucho en los aspectos institucionales.⁸ Varias otras

⁷ Friedman justificaba esta medida con tres argumentos. Primero, permitiría a los bancos pagar intereses por los depósitos, con lo cual se evitarían las inversiones improductivas de recursos reales por parte de los individuos para economizar en balances de efectivo. Segundo, con ello se reduciría el incentivo para los bancos de evadir el requisito del 100%. Y en tercer lugar, permitiría volver a redistribuir a la economía las rentas monopolísticas del gobierno obtenidas de la emisión de dinero.

⁸ Véase, por ejemplo, Black (1985), Tobin (1985), y Karken (1985). Tobin (1987) desarrolló su anterior propuesta, apartándose de la banca de operaciones limitadas estrictamente y propuso una redefinición de la banca comercial que preserva el vínculo entre dinero de depósito y préstamo comercial. Esta idea se acerca mucho al modelo de “banca básica” de Bryan (1991), conforme al cual el campo de acción de la banca se limita a una serie de actividades básicas, en la que los bancos han demostrado una ventaja comparativa: emisión de cuentas de cheques, ahorros, y depósitos de mercado de dinero; servicios de provisión de pagos, sociedades, y custodia; y préstamos a individuos, pequeños negocios, y compañías de tamaño mediano. Un *banco básico*, por otra parte, no prestaría a las grandes

propuestas han sido formuladas desde entonces. (Recientemente, incluso el Banco Mundial (2001) sugirió que la banca de operaciones limitadas podría ser utilizada en algunos países como respuesta a las crisis). Las propuestas difieren en cuanto a las restricciones que se deben imponer a las carteras de activos de los bancos y destacan diferentes diseños institucionales.

En lo que respecta a la dimensión de la cartera de activos, las propuestas difieren en el grado de restricciones a imponer en los tipos de activos que los bancos de operación limitada podrían mantener. Las propuestas varían desde la introducción del requisito de reserva de 100% que liga a los bancos a cuentas de transacción revertida completa con deuda de la Tesorería negociable a corto plazo (Tobin, 1985; Kareken, 1986); Spong, 1991; Mishkin, 1999; Thomas, 2000); las que requieren de los bancos invertir los depósitos (con plena seguridad) solamente en títulos de alta calificación, incluido papel del gobierno o títulos garantizados por el gobierno de variado vencimiento (Litan, 1987; Herring y Litan, 1995), o las que permiten a los bancos usar depósitos girables asegurados para préstamos a corto plazo a consumidores y empresas (contra instrumentos bursátiles), incluidos títulos emitidos por compañías de servicios financieros no afiliadas (Pierce, 1991).

Algunos proponentes arguyen que si la demanda de depósitos altamente líquidos y sin riesgo transaccional excede la oferta de papel del gobierno, entonces la clase de activos garantizados debería ampliarse, a fin de incluir una bien diversificada cartera de deuda comercializada a corto plazo, así como corporativa de alta calidad (Merton y Bodie, 1993; Spong, 1993). Esa ampliación, empero, es controvertida, puesto que obviamente reintroduce el riesgo de incumplimiento en la banca de operaciones limitadas (Litan, cit.).⁹

Algunos abogados de las más restrictivas versiones de la banca de operaciones limitadas proponen también que los bancos de operación limitada reválven frecuentemente a precios de mercado la deu-

corporaciones y países en desarrollo; no emprendería transacciones con elevado apalancamiento ni tampoco se comprometería en proyectos de bienes raíces de gran escala comercial; no realizaría actividades globales de mercado de dinero siguiendo el ejemplo de los grandes bancos centrales monetarios o los grandes bancos regionales; y no suscribiría títulos. Según Bryan, un banco básico es "un lugar seguro donde tener su dinero", y las funciones de la banca básica a que se refiere constituyen aquéllas en que los bancos realizan la abrumadora mayoría de sus beneficios.

⁹ Litan discute las consecuencias de ampliar la estructura de clase y plazo de los títulos disponibles para los bancos de operación limitada, y las acciones reguladoras que tendrían que ser asociadas con esos cambios.

da que tienen en su cartera (Kareken, 1986; Mishkin, 1999). Esta disposición les obligaría a ajustar el valor de sus obligaciones con el de sus activos, de manera parecida a como lo hacen muchos fondos. Como resultado, aunque el valor nominal de los balances vigentes de las cuentas de transacción no estuviese garantizado, los contribuyentes no estarían sujetos a que se les impusiera rescatar a las instituciones insolventes.¹⁰

Las propuestas de banca de operaciones limitadas varían también con respecto a los factores institucionales. Haciendo notar que la tecnología y las técnicas de contaduría permiten a los bancos que lo deseen ofrecer balances riesgosos para evadir tales regulaciones mediante el traspaso de fondos entre diferentes tipos de cuentas a gran velocidad y bajo costo, Kareken (1986) sugiere que a los bancos que ofrecen balances de transacción se les impida ofrecer otro tipo de servicios,¹¹ aunque sigue siendo agnóstico en cuanto a si esto debería ser realizando mediante la división de los bancos en distintas subsidiarias o permitiendo que surjan dos industrias separadas (una constituida por los bancos de operación limitada y la otra, más amplia e inclusiva, integrada por compañías de préstamo).

Otros ven la segregación funcional por parte de la banca de las actividades no bancarias como la respuesta reguladora óptima a los riesgos asociados con la desregulación y la innovación financieras, y con el creciente poder de los bancos. Litan y Pierce, en los dos estudios citados más arriba, proponen que las firmas altamente diversificadas (financieras o no financieras) que ofrecen a la vez servicios de depósito asegurado y servicios de préstamo, sean transformadas en compañías controladoras financieras que realizan distintas actividades a través de subsidiarias separadas. En particular, las funciones de depósito serían llevadas a cabo por las subsidiarias que operarían sujetas a las restricciones de la banca de operaciones limitadas, en tanto que otras subsidiarias serían utilizadas para extender préstamos financiados por obligaciones y títulos-valores no asegurados. Sólo los bancos de operación limitada tendrían acceso al sistema de pagos, mientras que a las corporaciones no banca-

¹⁰ Como Kareken mismo lo señala, existe una clara solución de compromiso en este caso entre un contrato de cierto valor, pero que conlleva el riesgo de incumplimiento y un contrato de valor inseguro, pero que será cumplido con certidumbre. Goodhart (1988) evalúa (y apoya) la idea de introducir ese tipo de dinero de fondo mutuo.

¹¹ Mediante cuentas "barrederas" o colectoras, los bancos pueden manejar grandes volúmenes de balances de transacción cada día de operaciones, aunque sólo registren una pequeña cantidad al final del día. En tanto que los balances registrados estarán asegurados, los no registrados no estarán protegidos por un seguro e implicarán plenos riesgos para sus tenedores.

rias no se les permitiría tener cuentas en sus bancos afiliados de operación limitada.

La segregación funcional (que, por lo demás, ni Litan ni Pierce prevén que se aplique a los bancos más pequeños)¹² impediría a las compañías controladoras financieras utilizar los recursos de sus depositarios para rescatar filiales no bancarias riesgosas o financiar préstamos vinculados. También serviría para limitar la elevada concentración de poder económico en las manos de unas cuantas grandes organizaciones financieras. La segregación financiera ha sido preconizada también por especialistas en mercados, con el argumento de que la bursatilización y la competencia permite a los bancos desagregarse en sus funciones componentes, de modo que cada cual pueda ser desempeñada por los jugadores que sean más capaces de ofrecer el mejor servicio al mejor precio.

Mishkin (1999) propone una regulación que permitiría a los bancos emitir a la vez depósitos de banco de operación limitada garantizados por títulos de elevada calificación y depósitos no asegurados para financiar los préstamos al sector privado. Esta solución preservaría las economías de escala bancarias entre la emisión de depósitos y préstamos bancarios, que de otro modo se perderían bajo las restrictivas reglas de segregación funcional. Lo que es más, esta solución dejaría a los bancos la decisión de combinar la banca de operaciones limitadas con las actividades bancarias convencionales, basándose únicamente en consideraciones de utilidad.¹³

Recientes contribuciones teóricas han reexaminado la cuestión de la banca de operaciones limitadas desde el punto de vista de la eficiencia informativa. Peters y Thakor (1995) muestran que no es factible para un solo banco proporcionar incentivos óptimos a los depositantes para que monitoreen la asignación de activos por parte de los administradores del banco, y para que éstos últimos monitoreen a los prestatarios. En consecuencia, prescriben separar a los bancos según líneas funcionales, de modo que algunos tipos de instituciones como los bancos de operación limitada

¹² La exención de los bancos más pequeños reconoce que los bancos de operación limitada necesitan de una escala mínima para operar eficientemente. La exención también ayudaría a contrarrestar cualquier contracción de la oferta de crédito a los pequeños negocios, sin poner en peligro la estabilidad sistémica. Y lo que es igual de importante, la exención facilitaría el acceso a fondos de pequeñas organizaciones que carecen de acceso directo a los principales mercados crediticios (Spong, 1993).

¹³ Como lo hace notar Mishkin, la eventual reducción de depósitos asegurados sería consistente con el mantenimiento de la eficiencia, puesto que los depósitos que desaparezcán habrían sido emitidos en grandes cantidades únicamente por el subsidio de seguro de depósito.

ofrezcan depósitos asegurados contra activos cuyo valor es invariante ante el monitoreo del banco, en tanto que las instituciones no bancarias emiten obligaciones no aseguradas para financiar activos más riesgosos.

En un contexto diferente, Craine (1995) estudia un entorno con dos tipos de intermediarios: uno que invierte en activos de información privada no comerciable, y otro que controla los activos de información pública comerciable, y llama “bancos” a los intermediarios que escogen emitir cuenta de transacción asegurada. Craine declara que, cuando la regulación restringe la emisión de cuentas de transacción a intermediarios de información privada, se establece un equilibrio ineficiente en el que dichos intermediarios tienen un incentivo para invertir en exceso en carteras riesgosas y ganar rentas sobre las cuentas aseguradas. También indica que, cuando se flexibiliza la regulación y todos los intermediarios obtienen acceso a la condición jurídica de banco (es decir, se les autoriza a emitir cuentas de transacción aseguradas), de ello se deriva un equilibrio separador eficiente y voluntario, por el que los intermediarios de información pública emiten cuentas aseguradas y no extraen rentas de ellas, mientras que todos los intermediarios de información privada financian activos a partir de fuentes privadas.

IV. Evaluación de la banca de operaciones limitadas

Los beneficios de la banca de operaciones limitadas parecen clara e inmediatamente evidentes. Primero, al determinar que los activos bancarios se circunscriban a los instrumentos de alta calificación, la regulación de los bancos de operación limitada minimizan los riesgos de liquidez y crédito. Segundo, en la medida en que los bancos de operación limitada se vieran imposibilitados de otorgar préstamos y garantizar depósitos con activos de alta calificación, la confianza en el valor de los títulos que utiliza para sus pagos no podría ser debilitada por los cambios en el valor de los préstamos. Tercero, dado que el acceso al sistema de pagos estaría circunscrito a los bancos de operación limitada, los pagos estarían plenamente seguros, puesto que los participantes en el sistema de pagos quedarían protegidos contra los riesgos de liquidez, crédito, y liquidación, y cualquier choque a las instituciones no bancarias sería de carácter aislado, sin repercusiones sistémicas (Burnham, 1990; Thomas, 2000).¹⁴

¹⁴ La preocupación expresada por algunos acerca de los riesgos que originan los sobregiros bancarios (véase, por ejem-

Como resultado, los requisitos de capital para bancos de operación limitada podrían ser reducidos sustancialmente, el recurso potencial del contribuyente para obtener la protección de depositante sería menos frecuente, y la inequitativa cláusula de rescate a los demasiado-grandes-para-quebrar sería eliminada al hacer que el incumplimiento por parte de los grandes bancos de operación limitada sea menos probable. Sería mucho menor la necesidad de sujetar a los bancos de operación limitada a regulación y supervisión especiales (Bruni, 1995; Thomas, 2000). Asimismo, dado que los bancos de operación limitada estarían protegidos de las actividades no bancarias, sería posible que sus afiliadas no bancarias desarrollaran una serie de actividades más amplia y tener una estructura de propiedad más extensa de la que disponen actualmente en muchos países a causa de las regulaciones bancarias (Spong, 1993).

Otros importantes beneficios están asociados con la banca de operaciones limitadas. A falta de un mecanismo de seguro de depósito (socialmente costoso), la disponibilidad de los depósitos de banca de operaciones limitadas eliminaría cualquier discriminación entre depositantes bien informados y los no informados, y en cambio dejaría a los inversores en libertad de escoger entre configuraciones alternativas de activos riesgo/rendimiento, sobre la base de términos no subsidiarizados, a la vez que protegería a todos los depositantes, reduciría la vulnerabilidad moral, y evitaría las costosas corridas o pánicos bancarios. Al mismo tiempo, la delegación de las decisiones de préstamo a instituciones no aseguradas disciplinadas por el mercado impediría la inequitativa práctica, inducida por el seguro de depósito, de otorgar igual acceso a los fondos tanto a los prestamistas frágiles como a los sólidos.

Además, un régimen de banca de operaciones limitadas permitiría una mayor elasticidad ante los choques por parte de todo el sistema financiero:

plo, Pierce, 1991; Spong, 1993; y Phillips, 1995) ha sido exagerada. En un régimen de banca de operaciones limitadas, el cambio de depósitos plenamente cubiertos mediante el sistema de pagos haría de la liquidación de pagos por compensación algo más seguro que con la banca de reserva fraccionaria, dado que todo préstamo intradiario interbancario implícito en el proceso de compensación estaría plenamente garantizado (por construcción); los bancos no podrían crear posiciones mutuas de débito/crédito que excedieran su cobertura de depósito, puesto que ningún depósito al descubierto se permitiría en el sistema. En consecuencia, la adopción de la regla de liquidación bruta no haría más que añadir protección contra el riesgo de que algunos participantes deliberadamente rehusaran liquidar sus balances de débito pendientes, al ser requeridos a ello, o contra el riesgo (todavía más remoto) de que algunos participantes hubieran perdido acceso a los medios necesarios para liquidar los pagos interbancarios.

incluso una falla del mercado en la tarea de suscitar un sano comportamiento por parte de las instituciones no bancarias no sería ocasión para que el sector monetario de la economía quedara expuesto a los choques. Aunque el mercado habría de/debería castigar eventualmente (*ex post*) el hostil comportamiento por parte de las instituciones o inversores individuales, tanto los sistemas monetario como el de pagos no resultarían afectados por tal comportamiento.

Desde el punto de vista del desarrollo, se espera que la banca de operaciones limitadas impulse los cambios estructurales más importantes del sistema financiero, que ya se están produciendo en las economías avanzadas. Los bancos comerciales, no pudiendo cambiar la regulación de la banca de operaciones limitadas, podrían transferir sus exposiciones crediticias a las compañías financieras existentes o nuevas, que típicamente operasen con relaciones de capital más elevadas y se financiaran a sí mismas con volúmenes relativamente más grandes de deuda a largo plazo. Los bancos eliminarían préstamos de la cartera de los bancos de operación limitada en perspectiva por medio de la bursatilización, conjuntando tipos de crédito similares para convertirlos en nuevos títulos y vendiéndolos a una serie de inversores institucionales. Lo que es más, a medida que los bancos comerciales fueran abandonando progresivamente el tramo a largo plazo del mercado, las compañías de seguros, los fondos de pensión, y las entidades financieras interesadas en asumir funciones similares a las bancarias, irían llenando la brecha y ampliarían sus actividades de préstamo.

En cuanto a la viabilidad del modelo de banca de operaciones limitadas, sus abogados citan la exitosa experiencia de la industria de fondos mutuos del mercado de dinero de Estados Unidos. La creciente demanda de productos de los fondos mutuos muestra la atracción potencial de los depósitos y servicios de transacción de los bancos de operaciones limitadas.

Y lo que no es menos importante, en época de condiciones desordenadas del mercado, la industria ha demostrado ser capaz de capear las corridas o pánicos de los depositantes (McCulloch, 1986; Kareken, 1985, 1986; Phillips, 1995).

Sin embargo, las desventajas de la banca de operaciones limitadas no parecen ser menos sustanciales que las ventajas. Algunas de ellas, en realidad, ponen a prueba los beneficios recién discutidos. Esta sección evalúa la banca de operaciones limitadas a la luz de las teorías bancarias y muestra que las regulaciones de la banca de operaciones limitadas disiparían los beneficios asociados con la especialidad de los bancos convencionales. Esta

sección asimismo evalúa las consecuencias potenciales de la banca de operaciones limitadas sobre las finanzas y la economía, y estima los efectos de la banca de operaciones limitadas sobre el costo y la disponibilidad de crédito en la economía.

1) *Banca de operaciones limitadas versus banca: aplicaciones de la teoría*¹⁵

Del contraste entre las nociones de la banca de operaciones limitadas y las recientes teorías sobre la banca surgen fuertes reservas en lo que hace a la primera.

Los bancos como generadores de liquidez

Una importante línea de investigación, en seguimiento a Diamond y Dybvig (1983), hace hincapié en el papel de los bancos como aseguradores contra choques de liquidez. En un escenario donde todos los individuos son inicialmente idénticos, pero que aprenden subsecuentemente a albergar preferencias de consumo intertemporales diferentes, los bancos han podido generar liquidez para ayudar a los individuos a descubrirse como consumidores “*pacientes*”, a fin de satisfacer sus necesidades. Esto lo llevan a cabo mediante la transformación de activos ilíquidos en depósitos líquidos, lo cual es posible porque promediando las demandas de retiro por parte de un gran número de depositantes, los bancos pueden estabilizar su base de depósitos y transferir la propiedad de los depósitos sin liquidar los activos. Desde este punto de vista, el beneficio social de la banca se deriva de una mejoría en la participación del riesgo, es decir, la incrementada flexibilidad de los que tienen una urgente necesidad de retirar sus fondos antes de que los activos lleguen a su vencimiento (Diamond y Dybvig, 1986).

De hecho, el beneficio de la banca no puede ser plenamente apreciado si el activo y el lado del pasivo de la hoja de balance del banco no se consideran en forma conectada. El beneficio se deriva de los bancos que usan su base de depósitos estables para financiar tecnologías de producción que incrementan la producción en el tiempo. El efecto de la producción permite a los bancos ofrecer un patrón de rendimientos a los depositantes que es superior a lo que ellos podrían obtener manteniendo activos ilíquidos y/o un activo perfecto (que no reditúa intereses) como el dinero en efectivo.¹⁶

¹⁵ El enfoque utilizado aquí amplía la discusión de Kobayakawa y Nakamura (2000).

¹⁶ En otras palabras, si los depositantes retienen los activos ilíquidos, puede que tengan que sacrificar necesidades de con-

Desde ese punto de vista, los bancos generan liquidez a los depositantes y, simultáneamente, aseguran un dinero que sabe ser paciente a las empresas productoras, de una manera que no sería factible sin la especial intermediación de los bancos (un dato insinuado por Gorton y Pennacchi, 1990, pero que sorprendentemente no fue destacado por los propios Diamond y Dybvig).

El vínculo crucial entre liquidez y producción es explícitamente reconocido en Diamond y Rajan (1998, 1999), y por el mismo los bancos son considerados como instrumentos superiores para enlazar el capital humano con los activos reales (ilíquidos), en los cuales la obligación de servicio secuencial que dispone el modo en que los bancos sirven las demandas de retiros (hasta el momento en que se vuelven ilíquidos) operan como incentivo para que los banqueros se comporten prudentemente. Como Wallace (1996) lo demostró elegantemente, la banca de operaciones limitadas rompería ese lazo, con lo cual se eliminaría el beneficio social de la banca.

Merton y Bodie (1993) arguyen que los servicios de transformación de activos y liquidez se realizan cada vez que una colección de activos es reprogramada y las obligaciones creadas resultantes tienen un diferencial en la oferta de licitación menor que los activos originales. Llegan, pues, a la conclusión de que, con objeto de generar liquidez, los bancos no necesitan invertir en activos altamente ilíquidos con diferenciales grandes en la oferta de licitación. En lugar de eso, apoyan el uso del activo “*vecino más cercano*” para transformación, apuntando la banca de operaciones limitadas, a fin de dar apoyo a la demanda segura de depósitos.

Subsiste el punto, empero, de que la producción requiere del dinero paciente y conlleva riesgos, en tanto que los agentes con dinero pueden no ser tan pacientes e inclinados al riesgo como para prestarlos a las firmas: son los bancos los que proveen el mecanismo para reconciliar ambos conjuntos de preferencias mediante la generación de liquidez. Los bancos de operación limitada han sido designados precisamente para no cumplir esa misión.

Los bancos como proveedores de contratos óptimos para transformar liquidez y vencimiento

Sin contratos especialmente diseñados, las partes no informadas se mostrarían renuentes a proporcionar crédito, por temor a ser explotadas por otras mejor informadas. Los depositantes no prestarían sus fondos a los bancos, y éstos no prestarían

sumo inmediatas. Si conservan un activo líquido perfecto, sacrifican necesidades mayores futuras de consumo.

sus fondos a las firmas. Sin embargo, en tanto que los acuerdos de préstamo bancarios incorporan características que permiten a los bancos proteger sus intereses, los depositantes típicamente están menos informados que los gerentes bancarios y tienen que hacer frente a costos mucho más elevados para protegerse de actos contra sus intereses. La deuda exigible (es decir, el contrato de los depósitos a la vista) constituye para los depositantes un medio particularmente poderoso y económico para evitar la explotación por parte de los bancos. Mediante su requerimiento a los bancos para que hagan buenos los depósitos a un valor nominal fijo exigible y con bajos costos de transacción, los depositantes pueden retirar fácilmente sus inversiones de un banco mediocrementemente manejado y de este modo ejercer disciplina sobre el comportamiento del banco (Calomiris y Kahn, 1991; Diamond y Rajan, 1998, 1999).

Esta propiedad de los depósitos permite a los bancos expandir el volumen de recursos que pueden poner a disposición de sus prestatarios para inversiones ilíquidas. Aunque las formas alternativas de las obligaciones pueden utilizarse para financiar inversiones ilíquidas, el hecho es que no serían tan ampliamente aceptadas como los depósitos por parte de los inversionistas no informados, lo cual tendría por consecuencia una reducción de los fondos para tales inversiones y elevaría su costo. Las acciones resultan más costosas que la deuda en un escenario de información asimétrica acerca del valor de los activos del banco, puesto que los tenedores de acciones no informados se muestran renuentes a acordar la emisión de nuevas acciones para obtener activos nuevos desconocidos y por considerar que las nuevas emisiones deprimirían el valor de las participaciones (Myers y Majluf, 1984). Por otra parte, en un entorno de información asimétrica, la deuda a largo plazo es más costosa que la deuda exigible para los depositantes, dado que el control sobre los bancos implicaría mayores retrasos y más elevados costos de transacción. El uso de depósitos a la vista, en consecuencia, ocurre precisamente porque los activos bancarios son de valor inseguro y también porque los depositantes están menos informados que los banqueros (Pozdena, 1991).

Los bancos como eficientes coproductores de toma de depósitos y préstamos

Los servicios de provisión de préstamos y toma de depósitos resultan más eficientes si son procesados por la misma institución (Kashyap, Rajan, y Stein, 1999). Los depósitos, al igual que los compromisos de préstamo, proveen liquidez a la vista.

Como los compromisos de liquidez necesitan el respaldo de una reserva reguladora de dinero en efectivo y de títulos seguros, los bancos pueden economizar por lo que se refiere a esa reserva si combinan los dos tipos de servicios (siempre que los retiros de depósitos y los préstamos no estén fuerte y mutuamente correlacionados). Los bancos pueden así mantener una reserva más pequeña de la que requerirían dos intermediarios que ofrecieran los mismos servicios por separado. Tales economías permiten a los bancos ofrecer servicios de liquidez a sus clientes, a precio inferior que el de otros intermediarios. Saidenberg y Strahan (1999) corroboran esta teoría con pruebas que revelan que los bancos conservan un importante papel como confiables abastecedores de liquidez al sector corporativo, especialmente en épocas de peligro para el mercado de valores. Como en esos momentos los inversionistas se vuelcan hacia los depósitos bancarios, los bancos no tienen que agotar su reserva amortiguadora de activos líquidos para proporcionar liquidez a los prestatarios.

Mediante la separación de los servicios de depósito y préstamo, la banca de operaciones limitadas suprimiría el efecto sinérgico y generaría ineficiencia en la oferta de liquidez al sector privado, con un nivel de ineficiencia que variaría según el tipo de cartera de activos permitida a los bancos de operación limitada.

Los bancos como creadores de dinero

Aun en los casos en que los bancos se modelan como generadores de liquidez, siguen actuando como intermediarios que en último término derivan (acumulados) recursos reales de un lado del mercado, contra la emisión de activos líquidos, y los transfieren al otro lado del mercado, contra la emisión de activos a largo plazo. Los intermediarios presuponen la existencia de recursos reales, o bien de activos, que pueden ser depositados en ellos a cambio de pagarés. Estos pagarés son por lo tanto activos que respaldan cierta producción ya producida y acumulada en la economía.

Empero, los bancos y el dinero bancario hacen más que eso. Como los depósitos representan activos de deuda de los bancos que el público acepta como dinero, los bancos pueden movilizar los factores de producción mediante el préstamo a los productores de activos de deuda recién emitida. El nuevo dinero debe ser respaldado por el producto generado de la nueva producción financiada con él, y esto sólo puede ocurrir *ex post*, una vez que el producto es producido y vendido. En último término, el dinero es sólo tan bueno como los prestatarios que los bancos hayan podido seleccionar.

Los bancos figuran al principio del ciclo de producción, como lo enuncia la teoría del circuito monetario (Bossone 2001a, 2001b), y convenientemente crean dinero y lo asignan a las firmas que lo necesitan para desarrollar sus actividades. Este proceso es evidente en el caso hipotético de una economía con un solo banco y un solo tipo de dinero, en la que todos los agentes tienen sus cuentas de depósito en el mismo banco. Aparte de las consideraciones inflacionarias y de riesgo, el banco estaría en posición de crear todos los depósitos que deseara (en la medida en que los depositantes continuaran aceptándolos), dado que al ser redepositado automáticamente una vez hecho el pago, se impide que el banco caiga en situación de iliquidez o insolvencia.¹⁷ En un entorno multibancario, el poder de creación de dinero de los bancos requiere ser apoyado por acuerdos de crédito (no reserva) interbancarios (tales como servicios de sobregiro y compensación), a fin de complementar el mecanismo por el que se redeposita. El costo de creación de dinero, en consecuencia, depende (explícita e implícitamente) del costo del crédito interbancario y del costo de mantener reservas de alta potencia contra las obligaciones.

La banca de operaciones limitadas suprimiría esa característica de la banca que es la creación de dinero. Como resultado, el crédito a la economía se volvería más escaso y costoso. Para averiguar la razón, haremos un análisis de como se ofrecería el dinero en el caso de la banca de operaciones limitadas. Si las entidades no bancarias financian sus activos con deuda a corto plazo que no proviene de depósitos, la operación global de préstamos a la economía sólo puede mantenerse si los inversionistas están dispuestos a remplazar los depósitos bancarios con deuda no bancaria en sus carteras. Sin embargo, estando lo demás sin cambio, esto requeriría una más elevada remuneración de la deuda no bancaria, lo que haría la prestación de dinero más costosa y reduciría la liquidez en el sistema (puesto que, por regulación, la deuda no bancaria no puede ser usada como dinero).

Alternativamente, las entidades no bancarias podrían tomar prestado o adquirir dinero del banco central, contra garantía o a cambio de títulos, y prestárselos al sector empresarial. El costo de los préstamos de las entidades no bancarias, sin embargo, sería mayor que el de los bancos convencionales, puesto que estos últimos pueden financiar sus préstamos mediante la creación de depósitos.

¹⁷ De hecho, aun en este caso especial, la demanda potencial de convertibilidad por parte de los depositantes requeriría que los bancos retuviesen una fracción de sus obligaciones bajo la forma de algún activo de alta potencia.

Es verdad que el banco central podría prestar de sus reservas no garantizadas a las entidades bancarias, pero esto equivaldría a un riesgo para el banco central. En este caso, o bien el banco central tendría que poder determinar la tasa de interés óptima como prima de riesgo para cada prestatario, o pondría un precio incorrecto para el precio, con amplias distorsiones para el sistema. En último término, dando por sentado el fenómeno de sustitución de dinero, la banca de operaciones limitadas llevaría todo el proceso de creación de dinero de vuelta al banco central, con lo cual se maximizaría el control de la oferta de dinero por el banco central, pero con la pérdida de considerable eficiencia en la economía.¹⁸

Por último, dado que depende fuertemente del dinero de reserva, un régimen de banca de operaciones limitadas es vulnerable a una seria incapacidad potencial: en el caso de una escasez de reservas globales netas, esas entidades no bancarias tendrían que recurrir a papel elegible o computable para generar reservas, pero es muy posible que no pudieran comprar u obtener en préstamo ese papel, precisamente porque no tienen suficientes reservas! Indudablemente, la clase de títulos elegibles podría ser ampliada, a fin de permitir un más despejado acceso al dinero de reserva, pero en la mayoría de los casos las unidades en la economía con tenencias excedentes de títulos elegibles tendrían que prestar los títulos directamente a las unidades deficitarias, o bien usar sus títulos para obtener dinero efectivo del banco central y prestarlo a las unidades deficitarias, lo que implicaría en ambos casos tener que aceptar el riesgo de crédito relacionado. Una vez más, existirá la necesidad natural de que alguien en el sistema consiga el poder de crear liquidez (dinero o títulos, según se requieran) al precio de correr un riesgo.¹⁹

La importancia de la creación de dinero, esa característica de la banca, sobrevive aun en la actual transformación del mercado financiero y la menor participación de los bancos en los préstamos directos a la producción. Aparte de la continua relevancia de los préstamos bancarios a los negocios de tamaño pequeño y mediano, es indudable, sin embargo, que en las economías avanzadas el cuasidinero y los productos financieros de las entidades no bancarias están arrebatando crecientes participaciones en los negocios a los bancos, en tanto que esas entidades no bancarias se las arreglan para

¹⁸ Para enterarse de un reciente y perspicaz análisis teórico de las (in)eficiencias asociadas con los regímenes de dinero público y privado, véase Azariadis, Bullard y Smith (2001).

¹⁹ Adviértase que la creación de liquidez en este ejemplo se funda en la regulación que amplía la clase de papel elegible para su conversión en dinero de reserva.

ofrecer productos que permiten a los inversionistas y consumidores utilizar más raramente los menos remunerativos depósitos bancarios. Sin embargo, las transacciones monetarias se llevan a cabo por medio de transferencias de depósitos entre cuentas bancarias, y la aceptación por el público de productos no bancarios se debe a la convertibilidad de estos productos en depósitos bancarios. Esto presupone la existencia de bancos y su disposición a suministrar depósitos para refinanciar dichos productos cuando es necesario.²⁰ La banca de operaciones limitadas estorbaría el desarrollo del sector financiero no bancario, contrariamente a lo que sus preconizadores afirman.

Hoy en día, los bancos se especializan cada vez más en los servicios minoristas o en los negocios al mayoreo. A través de esos dos canales, continúan empleando compromisos de crédito y préstamo para abastecer a la economía con el dinero que necesita para realizar las transacciones. La banca de operaciones limitadas, al menos en sus versiones más conservadoras, abortaría esos canales, lo que constituiría una gran pérdida para la sociedad.

En conclusión, si se juzga a partir de la teoría, forzando una sincronización de vencimientos entre activos bancarios y obligaciones, y eliminando las dificultades potenciales bancarias por medio de la desaparición de los bancos convencionales, se dispararían al mismo tiempo los significativos beneficios asociados con los sistemas bancarios convencionales, que se originan en la emisión de depósitos a la vista para financiar obligaciones que no son las gubernamentales.

2) *Consecuencias potenciales de la banca de operaciones limitadas*

Aparte de las consideraciones teóricas mencionadas más arriba, existen cuestiones importantes, de carácter más operacional, que conciernen al impacto de la banca de operaciones limitadas sobre las finanzas y la economía real, que pasamos a discutir. Entre ellas se incluyen:

La oferta de activos de elevada calidad

Todas las propuestas de banca de operaciones limitadas tienen que confrontar el problema de si existen en la economía suficientes instrumentos

²⁰ A medida que crece la confianza en los productos no bancarios, nada impide que el público acepte en cierto momento el cuasidinero no bancario como dinero. Las entidades emisoras no bancarias entonces ya no necesitarían depender de los depósitos bancarios para efectuar transacciones. En ese punto, tendrían incentivos para comenzar a prestar el dinero por ellos mismos producido, al igual que lo hacen ahora los bancos.

elegibles para ser usados como garantía de los depósitos de transacción. Si a los bancos de operación limitada se les requiriese mantener papel gubernamental exclusivamente, la oferta de ese papel dependería de la estrategia gubernamental de manejo de la deuda. En la medida en que un país registra grandes déficit financiados por deuda, la existencia de títulos públicos en circulación podría ser suficiente para servir las necesidades monetarias de la economía.²¹ Este, empero, no tiene por qué ser el caso, especialmente cuando el país decide recortar sus déficit públicos y reducir su monto de deuda (véase Schinasi, Kramer y Smith, 2001, y el Fondo Monetario Internacional 2001, Cap. IV).

Lo que es más importante, vincular la provisión de servicios monetarios a la gestión de la deuda pública y asignarlas al gobierno podría no ser una buena política. De la misma manera, la vinculación de la gestión de la deuda pública a los objetivos del sistema monetario y de pagos, tampoco parece razonable. (Por construcción, esa vinculación se tornaría más fuerte una vez que la flexibilidad permitida por la banca convencional como creadora de dinero privado fuese suprimida por la banca de operaciones limitadas, y toda la existencia de dinero disponible para el público tendría que ser plenamente respaldada con papel gubernamental.

La alternativa es ampliar las carteras admisibles de los bancos de operación limitada para que abarquen una clase más extensa de activos, incluidos títulos del sector privado. Esto, obviamente, se reflejaría en la capacidad crediticia de los bancos de operación limitada y en los costos de monitorear carteras más diversificadas. En particular, si se permitiera a los bancos de operación limitada mantener bonos corporativos de alta calificación, se plantearía como interrogante si la calidad de esos bonos sería la misma en ausencia de compromisos bancarios a efecto de proveer liquidez contingente a las corporaciones cuando lo requiriesen.

Los bancos de operación limitada y las redes de seguridad (I)

¿Pueden los bancos de operación limitada seguir funcionando sin redes de seguridad? El seguro para los depósitos de los bancos de operación limitada se predica usualmente con el único propósito de proteger a los depositantes contra el riesgo re-

²¹ Añádase a esto que, a medida que el sistema adoptara la forma de banca de operaciones limitadas, el público podría querer usar más raramente los depósitos de transacción e invertir en otros lugares su riqueza (digamos, en papel a corto plazo no asegurado), de modo que la existencia global de depósitos de transacción disminuiría, lo que facilitaría la tarea de garantizarlos.

sidual de fraude bancario (Mishkin, 1999). Para que los bancos de operación limitada puedan funcionar sin redes de seguridad, obviamente deben ser percibidos por el público como financieramente viables y plenamente seguros. Trataremos la cuestión de la viabilidad más adelante. En lo que se refiere a la seguridad, los bancos de operación limitada son claramente tan buenos como lo son sus activos. Ahora bien, incluso bajo la regulación que requiere a los bancos de operación limitada conservar únicamente papel gubernamental a corto plazo, la plena seguridad no puede lograrse en ausencia de un compromiso creíble por parte de los bancos emisores de que bastará que se presente la demanda para convertir en dinero efectivo, a la par, todas las tenencias de depósitos. En la medida en que la garantía de los bancos de operación limitada no sea aceptada en la economía como dinero, existe siempre la posibilidad de que los depositantes se precipiten a sus bancos, si perciben que su garantía está perdiendo valor o se vuelve ilíquida, y si temen que otros depositantes puedan hacer lo mismo al mismo tiempo.

Estas percepciones de que a los clientes no se les ofrece plena seguridad pueden tornarse significantes cuando las fluctuaciones en el valor de mercado del papel gubernamental es muy notable, e incluso se puede considerar que el riesgo soberano no es insignificante.²² Los países en desarrollo pueden sufrir los dos problemas. Ghosh y Saggur (1998) discuten los significativos riesgos de pérdida de mercado y de capital que los bancos de operación limitada tendrían probablemente que confrontar en las economías en desarrollo. En particular, señalan a los muy numerosos casos históricos de gobiernos y bancos centrales que deliberadamente infligen pérdidas de capital a los tenedores de deuda pública por medio de la inflación, el repudio, y la descarada manipulación de los rendimientos. Puesto que una prolongada exposición a un solo prestatario (es decir, el gobierno) puede no ser aconsejable en algunos países, una alternativa podría consistir en permitir a los bancos de operación limitada tener activos extranjeros (aunque esto introduciría la dimensión de riesgo de tipo de cambio).

Los bancos de operación limitada probablemente

²² En los países donde los títulos gubernamentales están libres del riesgo de incumplimiento, una regulación que permitiese a los bancos de operación limitada tener papel gubernamental de largo plazo (conforme indica, por ejemplo, Litan, 1987) podría llegar a someterlos a un considerable riesgo de tasa de interés. McCulloch (1986) hace notar que por la época en que escribió, la duración Macaulay (o sea, la sensibilidad a la tasa de interés de los bonos de la Tesorería de Estados Unidos a 30 años), era mayor que la de los préstamos hipotecarios amortizados a 30 años.

te sufrirían enormes pérdidas de capital en el proceso de masivas ventas de valores, aunque pudieran liquidar las garantías prendarias en un mercado secundario grande, profundo y bien desarrollado. Y pudieran encontrarse en la situación de no poder hacer frente a las demandas de retiros, a menos de poseer suficiente capital extra.

En último término, de la misma manera que en el caso de la banca convencional, únicamente un "asegurador" (bajo la forma de mecanismo de seguro de depósito, o prestamista de última instancia) eliminaría el riesgo de incumplimiento por parte del conjunto de los bancos de operación limitada. Alternativamente, los bancos de operación limitada podrían ser requeridos (en términos aún más estrictos) para que se limitaran a tener depósitos o billetes del banco central, aunque ni siquiera esta opción podría protegerlos de corridas contra la moneda (a menos que el banco central estuviera en posesión de un 100% de divisas como garantía).

Los bancos de operación limitada y las redes de seguridad (II)

¿Elimina la banca de operaciones limitadas la necesidad de redes de seguridad para los intermediarios no bancarios? Como ya se ha dicho, una de las expectativas más vigorosamente sostenidas por los que favorecen a la banca de operaciones limitadas es que, una vez que el dinero de transacción sea cabalmente protegido, el resto del sistema financiero puede dejarse que opere al margen de cualquier mecanismo de protección pública. Creen que, sin el efecto distorsionador de la protección pública que subsidia la transformación de liquidez, no habría incentivos reales para que los bancos operasen como tales (Kareken, 1985). En consecuencia, si las redes de seguridad subyacentes bajo los depósitos de reserva fraccionaria fueran eliminadas, los bancos dejarían de financiar préstamos con depósitos de transacción, se transformarían a su vez en algún otro tipo de intermediario no bancario, y tratarían de equiparar sus términos de estructura entre activos/obligaciones para resolver su fragilidad.

Esto, empero, ofrece fuerte contraste con la evolución histórica de la banca, la cual nos muestra que los primeros bancos se desarrollaron sin redes de seguridad, sin mencionar ya regulaciones, conduciendo las transformaciones de vencimiento y liquidez, y emitiendo billetes de banco que excedían las reservas.

La historia revela así la existencia de un incentivo natural para algunas firmas de financiar Carteras dinámicas de activos opacos con obligaciones relativamente de corto plazo (Flannery, 1994), que

llevan al establecimiento de intermediarios especializados en la oferta de servicios de liquidez y transformación de activos (Mussa, 1986), y al surgimiento de intermediarios especiales (“*bancos*”) capaces de financiar préstamos mediante dinero creativo (véase sección IV.1). Con la banca de operaciones limitadas, ese incentivo natural conduciría a algunos intermediarios a competir por la provisión de servicios de banca convencional, con lo que eventualmente se reproduciría el mundo que existía antes de la banca de operaciones limitadas. El público exigiría nuevamente redes de seguridad para sus obligaciones de corto plazo, y las garantías gubernamentales tenderían a emigrar, junto con los fondos de los depositantes, hacia los nuevos intermediarios.²³

Asimismo las corridas o pánicos no están confinadas a las cuentas de transacción estrechamente definidas en los bancos de operación limitada, sino que pueden ocurrir con los depósitos de no-transacción (cuentas CD, aceptaciones bancarias, y depósitos a plazo) que no están cubiertas por el seguro de depósito de los bancos de operación limitada (Calomiris, 1999), en tanto que los compromisos de no acudir al rescate no son creíbles, especialmente cuando los emisores de tales instrumentos son las grandes instituciones.

En conclusión, el gobierno parece incapaz de comprometerse creíblemente con los depósitos bancarios no asegurados, así como de no extender seguro a otros tipos de obligaciones del sector financiero, bajo una fuerte presión pública. Limitar el seguro a los depósitos de los bancos de operación limitada puede fracasar en la tarea de reforzar la disciplina de mercado, mientras que la limitación del ámbito de la banca puede que no contribuya en mucho al repudio del seguro de depósito.²⁴

El costo de la reestructuración

Una preocupación práctica respecto a la banca

²³ Caprio y Summers (1993) y Caprio (1996) hacen notar que con la banca de operaciones limitadas, el alza del precio de los activos seguros llevará a los inversionistas a desear tener un papel menos seguro que los depósitos de los bancos de operación limitada, lo que induciría a las entidades no bancarias a ofrecer cuentas de depósito respaldadas por activos de más elevado rendimiento, que podrían estar sujetas a incumplimiento. Esto motivaría una demanda para que se extendiesen las redes de seguridad a tales cuentas.

²⁴ Como Calomiris (1999) lo hace notar, políticamente, la ausencia de protección de jure para las obligaciones bancarias al margen de los bancos de operación limitada, no implica la ausencia de la protección de facto por parte del gobierno. Si está ausente el compromiso creíble del gobierno de no intervenir para apuntalar a los bancos durante una crisis, la banca de operaciones limitadas terminará por tener que sustituir solamente rescates *ad hoc* de cobertura de seguro explícita.

de operaciones limitadas concierne al costo de disgregar bancos multifuncionales con muchos años de existencia en corporaciones especializadas, legal y físicamente separadas (Benston y Kaufman, 1993). Nuevas estructuras tendrían que ser levantadas, o las viejas rediseñadas; los empleados tendrían que ser reasignados a cada organización; y los costos de información a los clientes y para proporcionárselos podría resultar significativo.

Como alternativa de menor costo, algunos proponen que a las instituciones deseosas de ofrecer servicios de depósito (incluso adicionalmente a otros servicios no bancarios más arriesgados) se les exija simplemente mantener una reserva de 100% en títulos gubernamentales como contrapartida de sus obligaciones por depósitos de transacción.²⁵ Los proponentes de esta opción consideran que esas constricciones serían suficientes para proteger los depósitos de transacción de las otras actividades de la institución depositaria, y no eliminarían las economías de escala o de ámbito del banco obtenidas de los consumidores de “*ventanilla única*”.

Aunque atractiva, esta solución debe demostrar que le es posible levantar un muro de contención “*firewall*” suficientemente hermético entre las actividades financieras monetarias y no monetarias. Esto se considera necesario para impedir que los activos de los bancos de operación limitada se usen para rescatar las actividades financieras no monetarias, en caso de problemas de liquidez o solvencia. Por esta razón, las propuestas de banca de operaciones limitadas generalmente recomiendan que los activos de banco de operación limitada sean segregados e inasequibles.²⁶

La viabilidad de los bancos de operación limitada

¿Cuán atractivo es el negocio de banca de operaciones limitadas? Con base en la experiencia de los fondos mutuos del mercado de dinero, Spang (1993) arguye que, una vez libre de las principales cargas reguladoras, los bancos de operación limitada deberían estar en aptitud de ofrecer a los depositantes un rendimiento competitivo con otras alternativas de inversión de bajo riesgo. Los bancos de operación limitada obtendrían ingresos de los intereses que generaran sus activos e ingreso no procedente de intereses por parte de las comisiones que se cargarían a los servicios de transacción. Asimismo, como resultado de sus necesidades mínimas de capital, los bancos de operación limitada podrían operar con bajos márgenes y aun así ser

²⁵ Véase Benston y otros (1989), Merton y Bodie (1993), y Benston y Kaufmann (1993).

²⁶ Véase la discusión sobre este punto en Phillips (1995).

capaces de obtener satisfactorios rendimientos de sus valores.

Desde el punto de vista opuesto, Ely (1991) observa que las restricciones en lo que concierne a la actividad inversionista, dan por resultado una reducción del tamaño e ingreso de los bancos de operación limitada. Esta tendencia, afirma, se acentuaría por la cláusula de exención para los pequeños bancos (véanse las propuestas de Pierce y Litan, más arriba), que inducen a la formación de muchos bancos pequeños, especialmente en áreas urbanas.²⁷

De hecho, las pérdidas de ingreso asociadas con la escala más pequeña podrían volverse insignificantes, dados los recientes hallazgos en economías de escala por lo que se refiere a la industria bancaria.²⁸

Lo que es más, en países donde los bancos no están en libertad de cerrar sus sucursales según su conveniencia, una reducción en la actividad haría que los bancos de operación limitada tuvieran que enfrentar gastos crecientes por operación unitaria, lo cual posiblemente les llevaría a deprimir la tasa de interés pagada por los depósitos, y determinaría salidas de fondos hacia las entidades no bancarias.

La reducción en tamaño anticipada por Ely es consistente con la evidencia de países que indica una base pequeña de depósitos a la vista, en relación con la actividad bancaria global. Utilizando datos de un análisis de 1995 en la India, Ghosh y Saggat (1998) llegan a la conclusión de que la imposición de la banca de operaciones limitadas exprimiría el sector bancario del país. Afirman, además, que el requisito de que los bancos inviertan únicamente en papel gubernamental puede reducir su ingreso sustancialmente, aun después de ajustarlo con las ganancias de los préstamos bajos caídos en incumplimiento, y hacen notar que tales ganancias podrían ser fácilmente eliminadas por un simple choque de tasa de interés, similar a los experimentados por la India en los últimos años del decenio que se inició en 1990.

La separación de los préstamos de las actividades de captación de depósitos puede dar origen también a que los intermediarios no consigan las

²⁷ Si tomamos en consideración la elevada estandarización de los productos de la banca de operaciones limitadas y la necesidad de lograr economías de escala, se podría establecer el caso de que el negocio de los bancos de operación limitada constituya un monopolio natural. En ese caso, los servicios de la banca de operaciones limitadas podrían ser suministrados directamente por el banco central, o por una sola entidad bancaria con fuerte presencia geográfica en todo el país. El Servicio Postal podría ser un ejemplo de tal entidad.

²⁸ Para una reseña detallada de la literatura sobre economías de escala en la banca y en el sector financiero no bancario, véase Bossone, Honohan, y Long (2001).

ganancias de eficiencia provenientes de la producción conjunta de ambos servicios (véase subsección 1).

Finalmente, en el caso de las economías en desarrollo con volatilidad muy alta en los precios de los mercados de títulos gubernamentales, no es nada seguro que la tasa de rendimiento neta de riesgos en las carteras de los bancos de operación limitada resulte competitiva con el rendimiento de las bien diversificadas y bien manejadas carteras de los bancos convencionales.

Disponibilidad de crédito para el sector privado

Los opositores de la banca de operaciones limitadas argumentan que la afluencia de crédito al sector privado no será suficiente, en caso de que los bancos comerciales se convierten en bancos de operación limitada. El crédito se volverá relativamente escaso y más caro, sobre todo para los pequeños prestatarios (negocios y consumidores), dado que las compañías financieras no aseguradas se sentirán motivadas a invertir en las grandes empresas.

Con la excepción de Wallace (1996) y de la discusión en la sección IV.1, esta cuestión ha sido objeto de debate generalmente fuera de bien definidos marcos teóricos. Los siguientes son los argumentos típicos usados por los proponentes de la banca de operaciones limitadas para desechar la preocupación por una oferta reducida de crédito.

Los proponentes de la banca de operaciones limitadas confían en que los incentivos creados por la banca de operaciones limitadas promoverán la continua transformación del sistema financiero al margen de la banca tradicional y de la intermediación no bancaria. Mantienen que la experiencia obtenida hasta ahora muestra que las entidades no bancarias en las economías avanzadas atraen más y más negocios que pierden los bancos. En consecuencia, los recién llegados al mercado de las compañías financieras, bancos de inversión, e inversores institucionales, así como el incremento en el uso de instrumentos de financiamiento alternativos a los depósitos (o sea, bursatilización, valores, y bonos chatarra o de alto riesgo), complementarán la oferta de crédito según las necesidades.

Por otra parte, el que los bancos pequeños estén exentos de las regulaciones de la banca de operaciones limitadas, contribuiría a proteger el flujo de la oferta de crédito al sector de los pequeños negocios. Sin embargo, en caso de que el costo del crédito se incrementara globalmente, ello sería el precio (explícito) que la sociedad tendría que pagar para lograr una mayor estabilidad financiera en un sistema que no subsidia la toma de riesgos por me-

dio de las garantías públicas (Burnham, 1991). Finalmente, en caso de que el crédito a los pequeños prestatarios siga constituyendo una preocupación, sería preferible cierta forma de mecanismo de apoyo público explícito, en vez de continuar usando esquemas de subsidio indirecto distorsionador del tipo del seguro de depósito.

En busca de pruebas

En ausencia de experiencia histórica con la banca de operaciones limitadas, esta sección se dedica a la búsqueda de pruebas empíricas a partir de un simple experimento sustituto, el cual consiste en estimar por medio del método de mínimos cuadrados ordinarios (OLS) el impacto de la *limitación* bancaria sobre el costo y la disponibilidad de préstamos para el sector privado, a lo largo de una extensa muestra de países y a través de un prolongado periodo de tiempo. Los resultados se registran en el Apéndice. La limitación bancaria es sustituida por la relación liquidez/activos del sector bancario interno, en donde la liquidez se define de modo que incluya al total de los derechos exigibles sobre los bonos del banco central y del gobierno en poder de los bancos. Si las predicciones de las teorías bancarias contemporáneas son correctas (véase la sección IV.1), y todo lo demás permanece constante, la banca de operaciones limitadas determinaría una reducción de la oferta de crédito al sector privado y alza en el costo a los prestatarios.

Los datos usados en el ejercicio proceden del manual del FMI *International Financial Statistics* y abarca 46 países industriales y en desarrollo, cada cual dando información de diferentes años, entre 1966 y 2000. El indicador de concentración del mercado bancario incluido en una ecuación es de Beck, Demirgüç-Kunt, y Levine (1999).

Para los propósitos buscados, la identificación de las ecuaciones estructurales, con objeto de explicar la variabilidad de la tasa de préstamo, se consideró menos importante que encontrar una relación simple y directa con un gran poder estadístico predictivo, al cual pudiese agregarse el indicador del banco de operación limitada, para obtener el sentido de su relativo impacto en el crédito al sector privado. Un buen candidato para un modelo simple fue la relación basada en el costo, en el supuesto de que la tasa de préstamo estaría estrechamente correlacionada con la tasa de interés de depósito.

Los resultados (cuadro A.1) muestran que la limitación bancaria tiene un efecto positivo y significativo sobre el costo de los préstamos al sector privado. La ecuación, empero, puede ocultar el efecto de los requisitos de reserva, dado que gravan con

un impuesto implícito a los bancos (en caso de no estar adecuadamente remunerados), el cual los bancos recuperan por medio de tasas de depósito bajas y tasas de préstamo elevadas. En este caso, no estaría claro si un cambio en los requisitos de reserva afectaría a las tasas de préstamo, por su efecto en la estructura de costos del banco, o porque hacen que escasee el crédito a través del efecto de limitación del banco.

En consecuencia, para medir la dependencia del diferencial entre las tasas de préstamo y las de depósito, y la relación de reservas/activo, y la concentración bancaria, se probó una regresión, la cual demostró que el efecto de la relación reserva era significativo (cuadro A.2).²⁹ Teniendo en cuenta este resultado, se repitió la ecuación de la tasa de préstamo, aunque eliminando las reservas del indicador de limitación del banco. La ecuación demostró ser más que sólida, ya que todas las estadísticas para la limitación (redefinida) del banco mejoraron (cuadro A.3).

La banca de operaciones limitadas debería hacer que el crédito al sector privado se volviera relativamente más escaso. A fin de demostrarlo, con el crédito al sector privado se hizo una regresión contra la tasa de préstamo y el indicador de limitación del banco. Los resultados (cuadro A.4) apoyan la predicción que muestra un significativo efecto de la limitación del banco sobre el crédito del banco al sector privado (en porcentaje del PIB). De hecho, el impacto marginal de la limitación del banco es significativamente mayor que la de la variable del precio.

Los que abogan por la banca de operaciones limitadas arguyen que la restricción del crédito sería dinámicamente contrarrestada por medio de la oferta alternativa de fondos. A continuación se midió la limitación del banco sobre un agregado crediticio que incluye crédito al sector privado financiado con instrumentos que no son depósitos a la vista: si el efecto de sustitución está en su sitio, deberá ser capturado por el coeficiente estimado de limitación del banco, que debería ser significativamente inferior (en valor absoluto) que bajo el agregado de crédito limitado, o estadísticamente no diferente de cero. Los resultados (cuadro A.5) muestran un coeficiente negativo significativo (mayor aun en valor absoluto que bajo el agregado de crédito limitado), lo cual sugiere que, a medida que la limitación del banco se incrementa, dejan de

²⁹ Debe hacerse notar que la variable de reservas usada en esta ecuación incluye todos los derechos bancarios con el banco central, sin hacer distinción entre reservas requeridas y libres. Es en consecuencia probable, que el coeficiente de regresión obtenido sobreestima el efecto de reservas requerido del que se habló más arriba.

surgir suficientes formas alternativas de crédito que puedan contrarrestar la reducción del crédito del banco. Con la misma regresión para la muestra que incluye sólo países en desarrollo se confirma este resultado (cuadro A.6).

Este modelo simple no controla explícitamente otros factores, como el riesgo soberano. Es frecuente encontrar tasas elevadas de préstamo y escaso crédito al sector privado en países con alto riesgo soberano, donde los bancos se limitan a invertir en bonos gubernamentales. En parte, este fenómeno refleja cuestiones de selección adversa, en las que la parte deseosa de pedir prestado aun a elevadas tasas (quizás por el riesgo soberano) es un riesgo de crédito mediocre, y la única alternativa para los prestamistas consiste en invertir en papel gubernamental. El modelo, empero, usa tasas de préstamo nominales. En la medida en que están determinadas por el mercado, tales tasas incorporan varios factores de riesgo. No sorprende que todos los modelos de regresión en el ejercicio muestren un coeficiente negativo de la tasa de préstamo, lo que tal vez sugiere que el efecto de selección adversa está controlado en la ecuación, y que la estimación de la limitación del banco es ortogonal a ello.

Para mejorar estos resultados, se estableció una ecuación donde la tasa de préstamo es corregida por la inflación y la inflación se incluye por separado como sustituto para el riesgo macroeconómico de país. Los resultados son todavía más sólidos que en la formulación alternativa y confirman el efecto negativo de las tres variables consideradas (cuadros A.7-A.8). Con base en la muestra de todo el país, se comprueba que en promedio un incremento de 1 por ciento en la limitación bancaria reduce la disponibilidad de crédito para el sector privado en 0.73 por ciento.

V. Discusión de la política y conclusión

Del análisis realizado más arriba, parece justo llegar a la conclusión de que la limitación del ámbito de la banca traería, en el mejor de los casos, apenas ciertos beneficios en términos de una mayor estabilidad financiera, en tanto que acarrearía fuertes costos en términos de eficiencia y disponibilidad de crédito.

La banca de operaciones limitadas cortaría el lazo entre liquidez, dinero, crédito, y actividad económica, que es aquello para lo que la banca tiene un incentivo natural a establecer de manera eficiente (bajo condiciones macroeconómicas estables). Al suprimir el dinero bancario como instrumento para financiar los préstamos al sector priva-

do, la banca de operaciones limitadas crearía serias deficiencias en el mercado. Las consecuentes pérdidas económicas podrían generar incentivos para que otras firmas financieras llenaran los huecos dejados y desarrollaran actividades bancarias convencionales. Esto frustraría el propósito mismo de la banca de operaciones limitadas, y eventualmente reproduciría el mundo como era antes de la banca de operaciones limitadas, al engendrar los riesgos mismos que se suponía iba a eliminar desde el principio, gracias a la limitación del ámbito de los bancos.

Los costos económicos de la banca de operaciones limitadas podrían ser particularmente significativos para los países en desarrollo, donde existe una necesidad vital de un sistema bancario eficiente, a la vez como motor del crecimiento económico y apoyo para el desarrollo de un vigoroso sector financiero no bancario. Además, en muchos países en desarrollo, las proposiciones para moverse hacia la banca de operaciones limitadas deben ser resistidas, dada la ausencia de un mercado secundario bien desarrollado para los títulos gubernamentales, un entorno altamente volátil para los precios de los títulos, la existencia de riesgo soberano, y la falta de credibilidad del compromiso gubernamental de no asegurar los depósitos o instrumentos financieros de uso público frecuente.

Definitivamente, las mejores alternativas frente a la banca de operaciones limitadas serían el modelo de banca básica de Bryan (véase nota 9, sección III), o bien esos regímenes reguladores que separan las actividades bancarias de la banca comercial (corto plazo) de la banca de inversión (largo plazo), incluso en la mismas compañías financieras tenedoras o controladoras.

No deja de gozar de cierto favor la idea de que la banca de operaciones limitadas podría ser utilizada en determinados países como respuesta a las crisis (Banco Mundial, 2001). En particular, los bancos débiles serían requeridos para que operasen como bancos de operación limitada con el objeto de ajustar sus hojas de balance. Si bien, la intervención selectiva en los bancos individuales podría justificarse, los formuladores de políticas deberían estar conscientes de que los bancos requeridos para operar como bancos de operaciones limitadas no tardarían en disipar su capital de conocimientos bancarios.³⁰

³⁰ Hace unos años, durante una visita oficial a una de las principales economías emergentes en la que un amplio récord de inestabilidad macroeconómica y tasas de interés desproporcionadamente altas para los títulos gubernamentales había inducido a la mayoría de los bancos a desentenderse de los préstamos al sector privado y a invertir en papel gubernamental, se me dijo por parte de los grandes banqueros locales que la tran-

Aunque las regulaciones obligatorias de banca de operaciones limitadas deben ser rechazadas, pues nada debe obstaculizar la actividad de las instituciones individuales que quieren ofrecer servicios de banca de operaciones limitadas a sus clientes sobre una base voluntaria, así como tampoco la creación de subsidiarias de banco de operación limitada que serían segregadas de otros negocios en las mismas compañías controladoras de bancos.

Una solución reguladora eficiente y de elección libre sería la explorada por Mishkin (1999) y discutida en la sección III.2. Aunque sin suprimir los riesgos inherentes en la banca convencional, esa solución conservaría el poder de creación de dinero de los bancos convencionales, y pondría a disposición de los inversores adversos al riesgo un instrumento monetario a prueba de todo riesgo, así como, también, permitiría que las instituciones financieras y sus clientes estuvieran en libertad de optar por instrumentos convencionales y/o de banca de operaciones limitadas, según su propia conveniencia.

Existen dos alternativas adicionales (que no se excluyen mutuamente) que mejorarían los incentivos para una mayor prudencia tanto en bancos como depositantes, al mismo tiempo que preservaría la banca convencional. Los bancos podrían emitir depósitos no asegurados acompañados de una cláusula opcional, según la cual, en caso de problemas de liquidez, un banco podría suspender la convertibilidad de los depósitos durante un intervalo de tiempo predeterminado, en tanto liquida sus activos en forma ordenada. Mientras tanto, los depósitos bancarios continuarían circulando en el sistema de pagos. Para inducir a los depositantes a aceptar dicha provisión, el banco se comprometería a pagar una penalidad de interés en caso de que invocara la opción o a pagar una prima sobre la tasa de interés del depósito.³¹

Por otra parte, los bancos podrían emitir deuda subordinada no asegurada, como lo propuso Keehn (1989), Wall (1989), y recientemente Calomiris (1997,1999). La deuda subordinada produciría una señal destinada al mercado y a los supervisores bancarios, acerca del relativo riesgo de los bancos emisores. Al inducir a los tenedores de deuda a usar la información óptimamente, se reforzaría el incentivo a la prudencia inherente en la

sición a un entorno estable y precios financieros menos distorsionados encontraría a los bancos mal preparados para volver a sus antiguas prácticas bancarias y obtener utilidades mediante la selección de buenos riesgos.

³¹ A principios del siglo XIX, los bancos escoceses adoptaron esta solución para sus billetes (Inglaterra, 1991).

construcción del servicio secuencial de los bancos y en el riesgo de corrida o pánico asociado.³²

Además de contribuir a incrementar la cabalidad del mercado financiero, los enfoques citados más arriba, alternativos a la banca de operaciones limitadas, impulsarían la competitividad en el sector bancario y fortalecerían la disciplina de mercado, sin suprimir los bancos convencionales: la salud del paciente se restablecería por medio de medicinas, no con la eutanasia.

Apéndice

Resultados de la regresión de panel

CUADRO A.1. LIMITACIONES DE BANCO Y COSTO DE LOS PRÉSTAMOS

<i>Variables</i>	<i>Variable dep.: Tasa de prés- tamo^a</i>	<i>t</i>	<i>P</i>
Constante	1.67	4.35	0.0001
Tasa de depósito	1.31	43.38	0.0001
Limitaciones de banco	2.88	2.37	0-0179
Nº de obs.	763		
R ²	0.73		

^a Promedio anual.

CUADRO A.2. RESERVAS BANCARIAS Y COSTO DE LOS PRÉSTAMOS

<i>Variables</i>	<i>Tasa de prés- tamo-tasa de depósito</i>	<i>t</i>	<i>P</i>
Constante	4.38	2.58	0.0101
Concentración del sector bancario	-0.84	-0.38	0.7060
Relación reservas/activos	33.81	5.20	0.0001
Nº de obs.	181		
R ²	0.13		

³² Evanoff y Wall (2001) indican que, si bien ciertas medidas, tales como la relación o razón de capital, carecen de poder predictivo y, por lo tanto, no son buenos candidatos para hacer que se disparen las acciones correctivas por parte de los supervisores, los diferenciales de rendimiento de la deuda subordinada (a una tasa sin riesgo) realizan una mejor labor a este respecto. Véase también evidencia reciente en apoyo de los anterior en Hancock y Kwast (2001).

CUADRO A.3. LIMITACIONES DE BANCO Y COSTO DE LOS PRÉSTAMOS

<i>Variables</i>	<i>Variable dep.: Tasa de préstamo^a</i>	<i>t</i>	<i>P</i>
Constante	1.56	3.95	0.0001
Tasa de depósito	1.33	45.38	0.0001
Limitaciones de banco (reservas/activos)	4.49	2,71	0.0068
Nº de obs.	762		
R ²	0.73		

^a Promedio anual.

CUADRO A.4. LIMITACIONES DE BANCO Y DISPONIBILIDAD DE CRÉDITO

<i>Variables</i>	<i>Variable dep.: Crédito al sector privado</i>	<i>t</i>	<i>P</i>
Constante	0.78	42.53	0.0001
Tasa de préstamo	-0.01	-7.90	0.0001
Limitaciones de banco	-1.02	-17.59	0.0001
Nº de obs.	763		
R ²	0.38		

CUADRO A.5. LIMITACIONES DE BANCO Y DISPONIBILIDAD DE CRÉDITO

<i>Variables</i>	<i>Variable dep.: Tasa de préstamo^a</i>	<i>t</i>	<i>P</i>
Constante	1.17	43.45	0.0001
Tasa de préstamo	-0.01	-8.42	0.0001
Limitaciones de banco	-1,56	-18.53	0.0001
Nº de obs.	763		
R ²	0.41		

^a Incluye crédito financiado con instrumentos que no son depósitos a la vista.

CUADRO A.6. LIMITACIONES DE BANCO Y DISPONIBILIDAD DE CRÉDITO (ÚNICAMENTE PAÍSES EN DESARROLLO)

<i>Variables</i>	<i>Variable dep.: Tasa de préstamo</i>	<i>t</i>	<i>P</i>
Constante	0.87	31.00	0.0001
Tasa de préstamo	-0.01	--6.03	0.0001
Limitaciones de banco	-1.06	-14.60	0.0001
Nº de obs.	537		
R ²	0.34		

^a Incluye crédito financiado con instrumentos que no son depósitos a la vista.

CUADRO A.7. LIMITACIONES DE BANCO Y DISPONIBILIDAD DE CRÉDITO

<i>Variables</i>	<i>Variable dep.: Tasa de préstamo^a</i>	<i>t</i>	<i>P</i>
Constante	1.42	26.77	0.0001
Tasa de préstamo-inflación	-0.01	-4.76	0.0001
Inflación	-0.02	-6.17	0.0001
Limitaciones de banco	-1.73	-6.46	0.0001
Nº de obs.	763		
R ²	0.50		

^a Incluye crédito financiado con instrumentos que no son depósitos a la vista.

CUADRO A.8. LIMITACIONES DE BANCO Y DISPONIBILIDAD DE CRÉDITO (ÚNICAMENTE PAÍSES EN DESARROLLO)

<i>Variables</i>	<i>Variable dep.: Tasa de préstamo^a</i>	<i>t</i>	<i>P</i>
Constante	1.16	20.17	0.0001
Tasa de préstamo-inflación	-0.01	-3.85	0.0002
Inflación	-0.01	-5.78	0.0001
Limitaciones de banco	-1.27	-5.66	0.0001
No. de obs.	537		
R ²	0.49		

^a Incluye crédito financiado con instrumentos que no son depósitos a la vista.

Referencias bibliográficas

- Allais, M., 1948, *Economie et Intéret: "Exposition Nouvelle des Problèmes Fondamentaux, Relatifs au Role Economique du Taux de l'Interet et de leurs Solutions"*, Librairie des Publications Officielles, París.
- Azariadis, C., J. Bullard y B. D. Smith, 2001, "Private and Public Circulating Liabilities", *Journal of Economic Theory*, vol. 99, pp. 59-116.
- Banco Mundial, 2001, *Finance for Growth: Policy Choices in a Volatile World*, Washington, D. C.
- Barth, J. R., y R. Dan Brumbaugh, Jr., 1993, *Financing Prosperity in the Next Century. The Changing World of Banking: Setting The Regulatory Agenda*, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson (Public Policy Brief, nº 8).
- Beck, T., A. Demirgüç-Kunt y R. Levine, 1999, *A New Database on Financial Development and Structure*, Sector Financiero, Banco Mundial, Washington, D. C. (Discussion Paper, nº 2).

- Benston, G. J., R. Dan Brumbaugh, Jr., J. M. Gutentag, R. J. Herring, G. G. Kaufman, R. E. Litan y K. E. Scott, 1989, *Blueprint for Restructuring America's Financial Institutions*, The Brookings Institution, Washington, D. C. (Report of a Task Force).
- Benston, G. J., y G. G. Kaufman, 1993, *Deposit Insurance Reform: "A Functional Approach"*, comentario, Carnegie-Rochester Conference, junio (Series on Public Policy, n° 38, pp. 41-50).
- Bhattacharya, S., y A. V. Thakor, 1993, "Contemporary Banking Theory", *Journal of Financial Intermediation*, n° 3, pp. 2-50.
- Black, F., 1985, "The Future of Financial Services", en R. P. Inman (ed.), *Managing The Service Economy. Prospects and Problems*, Universidad de Cambridge, Cambridge, pp. 223-31.
- Boot, A. W., y S. Greenbaum, 1992, "Bank Regulation, Reputation and Rents: Theory and Policy Implications", en C. Mayer y X. Vives (eds.), *Capital Markets and Financial Intermediation*, Universidad de Cambridge, Cambridge, pp. 262-85.
- Bossone, B., 2001a, "Circuit Theory of Banking and Finance", *Journal of Banking and Finance*, vol. 25, n° 5, pp. 857-90.
- Bossone, B., 2001b, "Do Banks Have a Future? A study on banking and finance as we move into the Third Millennium", *Journal of Banking and Finance*, por publicarse.
- Bossone, B., P. Honohan y M. Long, 2001, *Policy for Small Financial Systems*, sector Financiero, Banco Mundial, Washington, D. C. (Discussion Paper, n° 6)
- Bruni, F., 1995, "Prudential Regulation in an Integrated Financial Market: Issues of Optimality and Credibility", en G. Ferrarini (ed.), *Prudential Regulation of Banks and Securities Firms: European and International Aspects*, Kluwer Law International, Londres.
- Bryan, L., 1988, "Breaking Up the Bank", *The McKinsey Quarterly*, verano, pp. 48-60.
- Bryan, L., 1991, "Core Banking", *The McKinsey Quarterly*, n° 1, pp. 61-74.
- Burnham, J. B., 1990, *A financial System for the Year 2000. The Case for Narrow Banking*, Centro para el Estudio de Negocios Americanos, Universidad de Washington, St. Louis (CSAB Formal Publication, n° 97).
- Cagan, P., 1987, "Financial Regulation: Comment on Kareken", *Journal of Business*, vol. 59, n° 1, pp. 49-54.
- Calomiris, C. W., y C. M. Kahn, 1991, "The Role of Demandable Debt in Structuring Optimal Banking Arrangements", *The American Economic Review*, vol. 81, n° 3, junio, pp. 497-513.
- Caprio, G., Jr., y L. H. Summers, 1996, *Finance and its Reform: Beyond Laissez Faire*, Banco Mundial, Washington D. C. agosto (Policy Research Working Papers, n° 1171).
- Craine, R., 1995, "Fairly Priced Deposit Insurance and Bank Charter Policy", *Journal of Finance*, vol. 50, pp. 1735-46.
- Diamond, D. W., y P. H. Dybvig, 1983, "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity", *Journal of Political Economy*, vol. 91, n° 3, pp. 401-14.
- Diamond, D. W., y P. H. Dybvig, 1986, "Banking Theory, Deposit Insurance, and Bank Regulation", *Journal of Business*, vol. 59, n° 1, pp. 55-68.
- Diamond, D. W., y R. G. Rajan, 1998, *Liquidity Risk, Liquidity Creation and Financial Fragility: A Theory of Banking*, NBER (Oficina Nacional de Investigación Económica), Cambridge, Mass., diciembre (Working Paper, n° W7430).
- Diamond, D. W., y R. G. Rajan, 1999, *A Theory of Bank Capital*, NBER (Oficina Nacional de Investigación Económica), Cambridge, Mass., diciembre (Working Paper, n° W7431).
- Ely, B., 1991, "The Narrow Bank: A Flawed Response to the Failings of Federal Deposit Insurance", *Regulation*, vol. 14, n° 2, primavera.
- England, C., 1991, "Are Banks Special", *Regulation*, primavera.
- Evanoff, D. D., y L. D. Wall, 2001, *Sub-Debt Yield Spreads as Bank Risk Measures*, Banco Federal de Reserva de Atlanta, mayo (Working Paper 2001-11).
- Fisher, I., 1935, *100% Money*, Adelphy Company, Nueva York.
- Flannery, M. J., 1993, *Deposit Insurance Reform: A Functional Approach*, comentario, Carnegie-Rochester Conference, junio (Series on Public Policy, n° 38, pp. 35-40).
- Flannery, M. J., 1994, "Debt Maturity and the Deadweight Cost of Leverage: Optimally Financing Banking Firms", *The American Economic Review*, vol. 84, n° 1, pp. 320-31.
- Fondo Monetario Internacional, 2001, *International Capital Markets. Developments, Prospects, and Key Policy Issues*, Washington, D. C.
- Friedman, M., 1959, *A Program for Monetary Stability*, Universidad de Fordham, Nueva York (The Millar Lectures Number Three).
- Gilbert, R. A., 1994, *Economic Benefits of Combining Payment and Lending Services in Banking*, Banco Federal de Reserva de St. Louis.
- Goodhart, C. A. E., 1988, *The Evolution of Central Banks*, MIT Press, Cambridge, Mass.
- Gorton, G., y G. Pennachi, 1990, "Financial Intermediation and Liquidity Creation", *Journal of Finance*, vol. XLV, n° 1.

- Gosh, S., y M. Saggarr, 1998, "Narrow Banking: Theory, Evidence and Prospects in India", *Economic and Political Weekly*, mayo, pp. 1091-103.
- Hancock, D., y M. L. Kwast, 2001, *Using Subordinated Debt to Monitor Bank Holding Companies: Is it Feasible?*, Brookings Institution, Washington, D. C. (Finance and Economics Discussion Series 2001-21).
- Herring, R. J., y R. E. Litan, 1995, *Financial Regulation in the Global Economy*, Brookings Institution, Washington, D. C.
- Kareken, J. H., 1985, "Ensuring Financial Stability", en *The Search for Financial Stability: The Past Fifty Years*, Banco Federal de Reserva de San Francisco, pp. 53-57.
- Kareken, J. H., 1986, "Federal Bank Regulatory Policy: A Description and Some Observations", *Journal of Business*, vol. 59, n° 1, pp. 3-48.
- Kashyap, A. K., R. Rajan y J. C. Stein, *Banks as Liquidity Providers: An Explanation or the Coexistence of Lending and Deposit-Taking*, NBER (Oficina Nacional de Investigación Económica), Cambridge, Mass. (Working Paper, n° 6962).
- Keehn, S., 1989, *Banking on the Balance: Powers and the Safety Net, A Proposal*, Banco Federal de Reserva de Chicago (Working Paper).
- Kobayakawa, S., y H. Nakamura, 2000, *A Theoretical Analysis of Narrow Banking Proposals*, IMES Instituto para Estudios Monetarios y Económicos Banco de Japón, Tokio, junio (Discussion Paper Series, n° 99-E-19).
- Litan, R. E., 1987, *What Should Banks Do?*, Brookings Institution, Washington, D. C.
- McCulloch, J. H., 1987, "Bank Regulation and Deposit Insurance", *Journal of Business*, vol. 59, n° 1, pp. 79-85.
- Merton, R., y Z. Bodie, 1993, *Deposit Insurance Reform: A Functional Approach*, Carnagie-Rochester Conference, junio (Series on Public Policy, n° 38, pp. 1-34).
- Mishkin, F., 1999, "Financial Consolidation: Dangers and Opportunities", *Journal of Banking and Finance*, vol. 23, pp. 675-91.
- Mussa, M., 1987, "Safety and Soundness as an Objective of Regulation of Depository Institutions: Comment on Kareken", *Journal of Business*, vol. 59, n° 1, pp. 97-117.
- Myers, S., y N. Maljuf, 1984, "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economics*, vol. 13, pp. 187-221.
- Peters, S. R., y A. V. Thakor, *A Rationale for the Functional Separation of Qualitative Asset Transformation Services in Banking*, Universidad de Indiana (Working Paper).
- Phillips, R. J., 1992, *The 'Chicago Plan' and New Deal Banking Reform*, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson junio (Working Paper, n° 76).
- Phillips, R. J., 1995, *Narrow Banking Reconsidered. The Functional Approach to Financial Reform*, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson Public (Policy Brief, n° 17).
- Pierce, J. L., 1991, *The Future of Banking*, Universidad de Yale, New Haven.
- Pozdena, R. J., 1991, *The False Hope of the Narrow Bank*, *FRBSF Weekly Letter*, n° 91-39, 8 de noviembre, Banco Federal de Reserva de San Francisco.
- Saidenberg, M. R., y P. E. Strahan, 1999, "Are Banks Still Important for Finance Large Business", en *Current Issues in Economics and Finance*, vol. 5, n° 12, Banco Federal de Reserva de Nueva York, agosto.
- Simons, H., 1934, "A Positive Program for Laissez Faire: Some Proposals for a Liberal Economic Policy", en H. D. Gideonse (ed.), *Public Policy Pamphlet*, n° 15, Chicago.
- Spong, K. (1993), *Narrow Banks: An Alternative Approach to Banking Reform*, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, abril (Working Paper, n° 90).
- Spong, K., 1991, *A Narrow Banking Proposal*, Banco Federal de Reserva de Kansas City, texto mimeografiado
- Thakor, A. V., 1996, "The Design of Financial Systems: An Overview", *Journal of Banking and Finance*, vol. 20, pp. 917-48.
- Thomas, H., "A Proposal to Deregulate Banking", *The Cato Journal*, vol. 20, n° 2, otoño, pp. 237-253.
- Tobin, J., 1985, "Financial Innovation and Deregulation in Perspective", *Bank of Japan Monetary and Economic Studies*, vol. 3, n° 2, pp. 19-29.
- Tobin, J., 1987, "A Case for Preserving Regulatory Distinctions", *Challenge*, vol. 30, noviembre-diciembre, pp.10-17.
- Wall, L. D., 1989, "A Plan for Reducing Future Deposit Insurance Losses: Puttable Subordinated Debt", *Economic Review* (Banco Federal de Reserva de Atlanta), julio-agosto, pp. 2-17.
- Wallace, N., 1996. "Narrow Banking Meets the Diamond-Dybvig Model", *Quarterly Review* (Banco Federal de Reserva de Minneapolis), vol. 20, n° 1, pp. 3-13.

Reconsideración de la convertibilidad de la cuenta de capital en función de las secuelas de las crisis monetarias*

Neil Dias Karunaratne

I. Introducción

A pesar de la serie de argumentos teóricos que existían a favor de la convertibilidad de la cuenta de capital, o libre movilidad de capital entre fronteras, en el mundo real el comercio intrafronterizo de activos financieros puede de hecho reducir el bienestar debido a los efectos de las distorsiones internas. El siguiente trabajo examina las causas de la crisis financiera asiática de finales de los años noventa con esta óptica y presenta algunas lecciones que serían educativas para una mejor implementación de la convertibilidad de la cuenta de capital.

Los estatutos del Fondo Monetario Internacional (FMI), que dieron lugar en 1944 al sistema de Bretton Woods (BWS), que es un régimen de tipo de cambio fijo, que garantizaba divisas para la conducción del libre comercio de bienes y servicios o convertibilidad de la cuenta corriente (artículo VIII). Sin embargo, les permitieron a los países miembros del FMI imponer controles al capital para alcanzar objetivos de balanza de pagos y de estabilización interna (artículo VI). La globalización rápida o la integración de las economías mundiales a través de los procesos simbióticos de liberalización comercial o de un comercio de mercancías intrafronterizo más libre, de comunicación mediante nuevas telecomunicaciones de alta velocidad y de tecnologías de información e integración financiera o comercio intrafronterizo de activos financieros

más libre, ha creado presiones para remover restricciones sobre la movilidad de capital internacional. El FMI ha iniciado las acciones conducentes a enmendar los artículos de BWS “para hacer de la promoción de la liberalización de la cuenta de capital un propósito específico del Fondo y darle a éste una jurisdicción apropiada sobre los movimientos de capital” (Comité Interino del FMI, 28 de abril, 1997). Sin embargo, a mediados de julio de 1997 una repentina reversión de las entradas de capital convirtió rápidamente a las economías asiáticas, que habían estado avanzando a tasas de crecimiento milagrosas, en economías en recesión. Esto melló en parte el entusiasmo del Fondo encaminado a promover una rápida convertibilidad de la cuenta de capital entre los países en desarrollo (DC). En este trabajo se reconsiderará el tema de la convertibilidad de la cuenta de capital, resaltando las lecciones derivadas de las secuelas de las recientes crisis financieras, especialmente la crisis monetaria asiática.

El proceso de globalización ha sido testigo del surgimiento de flujos de capital a los de mercados emergentes países en desarrollo. Los flujos de capital totales se incrementaron desde un promedio anual de 30.5 mil millones de dólares de Estados Unidos entre 1977 y 1982 hasta un tope de 240.8 mil millones de dólares de Estados Unidos en 1996. La composición de los flujos de capital también cambió y los préstamos bancarios, que habían dominado los flujos de capital, fueron reemplazados por flujos de capital de cartera y flujos de inversión directa extranjera neta dominantes. Ahondando en esto, la distribución regional de los flujos de capital muestra que a mediados de los años noventa, antes de la crisis asiática, la región de Asia emergió como el principal imán de flujos de capital globales (véase cuadro 1).

* Traduce y publica el CEMLA, con la debida autorización, el artículo de N. Dias Karunaratne, maestro de la Facultad de Economía de la Universidad de Queensland, Australia, del original en inglés intitulado “Revisiting Capital Account Convertibility in the Aftermath of the Currency Crises”, aparecido en *Intereconomics* (Instituto de Economía Internacional de Hamburgo), vol. 30, nº 5, septiembre-octubre de 2001, pp. 264-71.

Cuadro 1

ANATOMÍA DE LOS FLUJOS DE CAPITAL A LOS MERCADOS EMERGENTES, PROMEDIOS ANUALES

(En miles de millones de dólares de Estados Unidos)

<i>Flujo de capital total</i>	1977-1982	1983-1989	1990-1994	1995	1996	1997
Composición de los flujos de capital	30.05	8.8	120.8	192.0	240.8	173.7
Inversión extranjera directa neta	11.2	13.3	46.2	96.0	114.9	138.2
Cartera neta	-10,5	6.5	61.1	23.5	49.7	42.9
Otros (préstamos bancarios)	29.8	-11.0	13.5	72.5	76.2	-7.3
Distribución regional en los flujos de capital						
Asia	15.8	16.7	40.1	95.8	110.4	13.9
Occidente	26.3	16.6	40.8	35.7	80.5	91.1
Otros	-11.6	8.7	39.9	60.5	50.0	68.8

FUENTE: FMI *World Economic Outlook*, octubre de 1995 y mayo de 1998.

Estas entradas de capital propiciaron las tasas de crecimiento milagrosas de las economías de Asia Oriental. Algunas de estas economías emergentes estaban convergiendo o alcanzando los niveles de ingreso *per cápita* de los países avanzados, tal como lo predecía la teoría del crecimiento neoclásico,¹ pero por otra parte, los países de bajos ingresos estaban apartándose o quedándose rezagados. El proceso de globalización financiera también había incrementado la frecuencia de las crisis financieras y acelerado el contagio de las crisis o el desparramamiento de los efectos adversos a otros países de la región. El contagio de las crisis regionales plantea amenazas a la estabilidad sistémica del sistema financiero mundial. Por lo tanto, algunas personas han argumentado que debiera darse marcha atrás al proceso de globalización financiera: "...tendremos que retrasar el reloj al menos parcialmente; para limitar los flujos de capital hacia los países que no son adecuados para uniones monetarias o para libre flotación".² Los mismos sentimientos se escucharon anteriormente cuando se pedía "que se arrojara arena a las ruedas del financiamiento internacional" o cuando se solicitaba la imposición de

¹ R. Solow, "A contribution to the Theory of Economic Growth", *Quarterly Journal of Economics*, febrero de 1956, pp. 65-94.

² P. Krugman, "A model of balance of payments crises", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 11, 1998, pp. 311-325.

un impuesto a las transacciones para limitar las entradas y salidas de capital a corto plazo.³ Este tipo de "impuesto de un solo parámetro, automáticamente penalizará los viajes redondos de horizonte cercano, y sólo afectará imperceptiblemente los incentivos al comercio de mercancías y a las inversiones de capital a largo plazo".⁴ Abundando en ello, se argumenta que dicho impuesto reducirá la volatilidad cambiaria al favorecer a los partidarios de los fundamentales (fundamentalistas) de la economía, y no impulsar las actividades especulativas a corto plazo de los partidarios de los títulos valores (*Chartists*).⁵

Los países en desarrollo que abren sus cuentas de capital tendrán que manejar entradas de capital a corto plazo que tienen una tendencia a revertirse rápidamente, generando severas alteraciones económicas. Por lo tanto, aunque la globalización financiera ha incrementado las presiones para abrir las cuentas de capital, las crisis financieras recientes han enseñado como lección que la liberalización de la cuenta de capital debería complementarse, a continuación con otras reformas estructurales al interior de la economía doméstica y también de reformas en la arquitectura financiera internacional de forma tal que se reduzca la frecuencia de las crisis financieras y la virulencia del contagio de las crisis.⁶

El colapso del BWS en 1971 y el surgimiento de los flujos de capital de cartera a corto plazo hacia los países en desarrollo, particularmente en los años noventa, cuando los flujos de capital se triplicaron, al pasar de 50 mil millones a 150 mil millones en un breve lapso de cinco años, que culminó en 1996, produjeron beneficios y también generaron retos para los países en desarrollo. Las rápidas entradas de capital se convirtieron en tasas de crecimiento milagrosas de las economías asiáticas de gran desempeño (*performance*).⁷ Pero, al mismo tiempo, las crisis monetarias tales como la del ERM (Mecanismo de tipo de cambio), en 1992, la crisis de México (1994) y la crisis de Asia (1997) pusieron en claro que la entrada de capital se puede revertir dramáticamente, haciendo que las economías de

³ J. Tobin: A Proposal for International Monetary Reform, en: *Eastern Economic Journal*, vol. 4, 1978, pp. 153-59.

⁴ J. Tobin: Prólogo de: M. ul Haque, I. Kaul e I. Grunberg (eds.), *The Tobin Tax: Coping with Financial Volatility*, Oxford University Press 1996, pp. xiv-xviii.

⁵ J. Frankel, *How Well do Foreign Exchange Markets Function: Might a Tobin Tax Help?*, NBER, 1996 (Documento de trabajo, n° 5422).

⁶ S. Fischer, "Reforming the International Financial System", *Economic Journal*, vol. 109, noviembre de 1999, pp. 557-567.

⁷ Banco Mundial, *The East Asian Miracle: Economic Growth and Public Policy*, Oxford University Press, Nueva York, 1993.

crecimiento milagroso se transformen en economías en recesión de la noche a la mañana. La creciente volatilidad de los flujos de capital y la virulencia de las crisis y de sus efectos de contagio derivado de repentinas reversiones de los flujos de capital han revivido el debate sobre la necesidad de controlar los flujos de capital intrafronterizos hacia los países en desarrollo y de reducir sus efectos perturbadores y de rápido contagio.

Este trabajo examina el fenómeno de incrementar los flujos de capital intrafronterizos y analiza los argumentos a favor y en contra de la convertibilidad de la cuenta de capital. Hace esta revisión a favor y en contra de la convertibilidad de la cuenta de capital, a base de reseñar los argumentos teóricos a favor del caso más conveniente sobre la liberalización de la cuenta de capital y lo compara con el segundo caso más conveniente relacionado con los controles de capital. Se detalla también el tema de la secuencia y velocidad de la liberalización de la cuenta de capital y de las precondiciones que deben existir para el logro de una convertibilidad sostenida de la cuenta de capital. A continuación se proporciona una tipología de las crisis monetarias que han ocurrido en los años noventa en términos de generación de modelos. Esta tipología identificará las causas que tienen más probabilidad de haber desencadenado las diversas crisis monetarias, habiendo contagiado a las regiones y amenazado sistémicamente la estabilidad del sistema financiero global. El trabajo se centra a continuación en los vínculos existentes entre los sectores financiero y empresarial que generaron la crisis financiera asiática y subraya la necesidad de establecer marcos de regulación prudencial sanos para superar la fragilidad del sector financiero. Se discute la necesidad de que el FMI disponga de políticas más adecuadas a fin de responder a las crisis financieras en el contexto de la globalización y de los temas concernientes a la reforma de la arquitectura financiera global con el objeto de manejar los asuntos relacionados con las reversiones de los flujos de capital y de las crisis resultantes. Para concluir, se presentan algunas de las lecciones que serían instructivas para la implementación efectiva de la convertibilidad de la cuenta de capital.

II. Argumentos a favor y en contra de la convertibilidad de la cuenta de capital

En un primer-mejor mundo, libre de distorsiones domésticas, la libre movilidad de capitales o convertibilidad de la cuenta de capital (KAC), al igual que el libre comercio, llevaría a la asignación eficiente de recursos y produciría una maximización

del bienestar. Algunos teóricos del comercio sostienen que los teoremas acerca de las ganancias del libre comercio de mercancías son válidas también para el comercio inter-temporal de activos financieros.⁸ Pero otros argumentan que las asimetrías de información y otras distorsiones socavan la validez de las ganancias de los teoremas sobre el comercio con respecto al comercio de activos financieros o movilidad de capital porque generan reducción de bienestar, riesgo moral y comportamiento gregario⁹ (herding behaviour).

De todas formas, en un plano teórico se pueden plantear varios argumentos a favor de la convertibilidad de la cuenta de capital o libre movilidad de capitales entre fronteras.

- La libre movilidad de capital (KAC) llevará a una eficiencia de asignación que a su vez maximizará el bienestar de las naciones que comercian activos de forma análoga al libre comercio y es la mejor propuesta entre naciones que operan conforme al libre comercio de bienes y servicios.
- KAC también facilitará el acceso al conjunto global de ahorro a los países en desarrollo con restricciones de ahorro, con lo que se construirá un puente entre el ahorro y la inversión y se cerrará la brecha de recursos, contribuyendo así a una inversión incrementada y al crecimiento.
- KAC promueve la repartición de riesgo y maximiza los retornos ajustados al riesgo por la diversificación internacional de la cartera de activos.
- KAC permite la suavización del consumo inter-temporal en el contexto del ciclo de los negocios.
- KAC somete a la economía a la disciplina de los mercados internacionales a base de censurar las políticas imprudentes mediante las reversiones rápidas de las entradas de capital. Los trabajos de Dooley¹⁰ y Fischer¹¹ proporcionan reseñas destacadas del caso de primero-mejor para KAC.

⁸ M. Obstfeld y K. Rogoff, *Foundations of International Finance*, MIT Press, 1996.

⁹ J. Bhagwati, "The Capital Myth: The Difference Between Trade in Widgets and Trade in Dollars", *Foreign Affairs*, vol. 77, 1998, pp. 7-12; R. N. Cooper, "Should capital account convertibility be a world objective?", en *Should the IMF pursue Capital Account Convertibility*, Universidad de Princeton, Princeton, 1998 (Essays in International Finance, nº 207).

¹⁰ M. P. Dooley, "A survey of the Literature in controls over international capital transactions", *International Monetary Fund Staff Papers*, vol. 43, 1996, pp. 639-87.

¹¹ S. Fischer, "Capital Account Liberalization and the role of

El comercio intrafronterizo de activos financieros del mundo real se acribilla con fallas del mercado o con distorsiones domésticas. En tal mundo de segundo mejor, la movilidad de capital o KAC puede reducir el bienestar debido a los efectos de las distorsiones domésticas. Estas distorsiones podrían clasificarse ampliamente en distorsiones debidas a las asimetrías de información y a factores no informativos.

Un acceso desigual a la información o asimetría de información crea diversas distorsiones y se manifiesta en transacciones de la cuenta de capital. Estas distorsiones son las que se señalan a continuación:

- Una selección adversa debido a que los prestatarios tienen más información sobre la viabilidad del proyecto que los prestamistas y eso lleva a los prestamistas a escoger proyectos inferiores, dando lugar a decisiones de inversión subóptimas.
- Problema de riesgo moral o de negligencia donde los inversionistas se comprometen en comportamientos arriesgados y traspasan el costo del fracaso a terceros, tales como el pagador de impuestos.
- Comportamientos gregarios (de rebaño) o de pánico toda vez que algunos inversionistas ignoran los fundamentos y siguen a ciegas a los líderes del mercado por considerar que tienen información superior, aunque la información asimétrica es una característica intrínseca de las transacciones financieras.¹²
- De todas formas, los efectos adversos que tienen sobre el bienestar estas asimetrías de información pueden mitigarse a base de diseñar mecanismos institucionales que requieren la implementación de supervisión prudencial, transparencia en la toma de decisiones, contabilidad de mejor práctica y buen manejo empresarial de los intermediarios comprometidos en las transacciones financieras.

Las distorsiones que no son de información y que harían tomar precauciones contra KAC en un mundo de segundo mejor son las que se señalan a continuación:

- Distorsiones fiscales tales como altos impuestos que provocarían que se dieran fugas de capital de la economía doméstica en busca de mayores rendimientos en el extranjero.
- Distorsiones legales debidas a la ausencia de derechos de propiedad bien definidos, que igualmente propician fugas de capital que buscan mejores campos en el exterior.
- Distorsiones comerciales en donde la libre movilidad de capital puede estimular la adopción de inadecuadas técnicas intensivas de capital en países en desarrollo de abundante mano de obra.
- El otorgamiento de una tregua para implementar ajustes estructurales que conduzcan a una reducción de las distorsiones.
- En el contexto de un equilibrio múltiple, los controles en la cuenta de capital también podrían aparecer como una respuesta de primero-mejor.¹³

Estos argumentos de segundo-mejor (second-best) a favor de los controles en la cuenta de capital debidos a distorsiones que no son de información se discuten más ampliamente en Dooley.¹⁴

Los argumentos a favor y en contra de la KAC indican que hay beneficios y costos en la liberalización de los flujos de capital transfronterizos. En el nivel práctico de la política, el tema de la KAC permanece en el terreno de establecer precondiciones que maximizarán los beneficios netos de la implementación de la plena convertibilidad, lo que requiere el establecimiento de un sistema financiero sano y el seguimiento de políticas macroeconómicas sanas. La KAC, dentro de un sistema financiero frágil, puede conducir a un exceso de empréstitos y a la formación de deuda a corto plazo en términos de pasivos en divisas sin cobertura. También puede provocar que se canalicen estos empréstitos a proyectos riesgosos cuando al sistema financiero le falta supervisión prudencial y está plagado de préstamos conectados u opera conforme a un sistema capitalista basado en amistades. El seguimiento de políticas macroeconómicas imprudentes puede llevar a la provisión de garantías implícitas bajo un régimen de tipo de cambio fijo que puede conducir a un auge de préstamos e inversiones en

the IMF", en *Should the IMF Pursue Capital Account Convertibility*, *op. cit.*

¹² B. Eichengreen, et al., *Capital Account Liberalization Theoretical and Practical Aspects*, Fondo Monetario Internacional, Washington, D. C., 1999 (serie Occasional Paper, n° 172).

¹³ M. Obstfeld, "Models of currency crisis with self-fulfilling features", *European Economic Review*, vol. 40, 1996, pp. 1037-1047.

¹⁴ M. P. Dooley, *op. cit.*

proyectos riesgosos. Lo anterior volvería a la economía sumamente vulnerable a choques exógenos tales como la devaluación. Una devaluación puede erosionar la credibilidad en esa economía o le puede impedir la obtención de una escala dentro de un rango debido al incrementado costo de sus pasivos externos denominados en moneda local. La reciente crisis monetaria que se discute a continuación revela que la KAC, ante la ausencia de las pre-condiciones citadas, ha proporcionado un terreno fértil para alimentar crisis financieras.

Al nivel práctico de política, cuando se implementa la KAC tienen que tocarse los temas de secuencia y velocidad de liberalización.¹⁵ Se ha argumentado que debido a que los mercados de activos reaccionan más rápidamente a la liberalización que los mercados de mercancías, si la KAC precede la convertibilidad de la cuenta corriente (CAC), entonces las entradas de capital generarán una apreciación del tipo de cambio real que socavaría la liberalización comercial del proceso de la CAC.¹⁶ Sin embargo, otros investigadores argumentan que la KAC llevaría a entradas de recursos que podrían facilitar un ajuste que no sería inflacionario, ni tampoco llevaría a la apreciación del tipo de cambio real que provoque pérdida de la competitividad internacional del país.

En el mundo financiero globalizado contemporáneo, los países que adoptaron cuentas de capital abiertas o KAC, tales como los países avanzados o los países de la OCDE y las economías de Asia oriental, experimentaron tasas de crecimiento milagrosas, en tanto que los países de Asia meridional y otros países en desarrollo que tenían controles de capital, sufrieron estagnación. Las entradas de capital a través de corporaciones transnacionales (TNC) transfirieron a los países en desarrollo el paquete mágico de capital reducido, tecnología, habilidades gerenciales y otros activos específicos empresariales que se requerían para encender el proceso de inversión y crecimiento rápidos. El milagro de crecimiento asiático se atribuye, discutiblemente, a la adopción de la KAC, por parte de las economías de Asia oriental para financiar e implementar sus estrategias de crecimiento orientadas a la exportación, en tanto que otros países en desarrollo que adoptaron controles de capital, así como estrategias de industrialización de orientación interna, basadas en la sustitución de importaciones, tuvieron estagnación.

¹⁵ S. Fischer, *op. cit.*

¹⁶ R. McKinnon, "The Order of Economic Liberalization: Lessons from Chile and Argentina", en: K. Brunner y A. Meltzer (eds.), *Economic Policy in a World of Change*, NBER, North-Holland, Amsterdam, 1982 (Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, pp. 159-71).

Los principales tipos de controles de capital han sido controles cambiarios, tipos de cambio duales e impuestos sobre los flujos de capital a corto plazo o requisitos de depósitos que no devenguen interés para los flujos de capital a corto plazo. Estos controles se han justificado en términos del reordenamiento de los desequilibrios de la balanza de pagos, de la necesidad de retener el ahorro doméstico, de la necesidad de prevenir la erosión de la base fiscal doméstica y a fin de evitar la estabilización y los programas de reforma estructural.¹⁷

Los países con cuentas de capital abiertas también se expusieron a riesgos de crisis monetarias causadas por reversiones masivas de flujos de capital a corto plazo debidas a cambios repentinos en las sensibilidades del mercado. La economía casino, generada por las reversiones repentinas de los flujos de capital, ha sido muy perturbadora desde los puntos de vista del crecimiento y del bienestar social. De todas formas, los países que cuentan con KAC experimentaron tasas de crecimiento más rápidas y lograron niveles de vida más altos que sus contrapartes que cerraron sus puertas a las entradas de capital y experimentaron una estanflación relativa. En este contexto, los estudios empíricos que encontraron que los países que adoptaron controles de capital no experimentaron un desempeño macroeconómico¹⁸ adverso, son algo enredados y sus resultados podrían atribuirse al uso de simples variables sustitutas (dummy), que no captan la verdadera naturaleza de la intensidad de los controles de capital.¹⁹

III. Una tipología de modelos

Un estudio de la anatomía de las recientes crisis monetarias podría aclarar algo acerca de los factores que precipitan los ataques especulativos que generan el colapso de un vínculo monetario y desencadenan torbellinos financieros domésticos y el contagio de crisis regional. Los modelos de crisis monetarias que ocurrieron en los años noventa se podrían clasificar en tres modelos de generación conforme a la clasificación de Flood y Garber.²⁰

¹⁷ D. J. Mathieson y L. Rojas-Suárez, *Liberalization of the Capital Account Experiences and Issues*, Fondo Monetario Internacional, Washington, D. C. 1993 (serie Occasional Paper, n° 103).

¹⁸ D. Rodrik, "Who Needs Capital-Account Convertibility", *Should the IMF Pursue Capital Account Convertibility*, *op. cit.*, pp. 55-65.

¹⁹ S. Edwards, *How Effective Are Capital Controls?*, NBER, 199 (Working Paper, n° 7413).

²⁰ P. Flood y N. Marion Garber, *Perspectives on the Recent Currency Crisis Literature*, NBER, 1998 (Working Paper, n° 6380).

El modelo de crisis monetaria, denominado de primera generación o canónico, se basa en la experiencia de los países latinoamericanos durante el final de los años setenta. Las crisis monetarias se precipitaron por políticas fiscales expansivas que culminaron en déficit presupuestarios masivos. La monetización de los déficit llevó a la desaparición de las reservas de divisas y precipitó el colapso del vínculo del tipo de cambio.²¹ El modelo de primera generación se centra en el deterioro de los fundamentos macroeconómicos que lleva a una rápida reversión del capital y a un colapso del vínculo del tipo de cambio. Los fundamentos macroeconómicos en Asia oriental eran sanos y estos países fueron administrados con prudencia, y por lo tanto los modelos de primera generación no explican la ocurrencia de la crisis financiera del Asia oriental.

Los modelos de segunda generación incorporaron la experiencia de la crisis (en 1992) del mecanismo del tipo de cambio (ERM) y de la “crisis del tequila” que se originó en México (1994). El colapso del vínculo se relaciona con las expectativas auto-suficientes racionales que resultan en equilibrios múltiples. Tales modelos de equilibrios múltiples son análogos a los modelos de corridas bancarias (*bank-run*) en los que las expectativas auto-suficientes transforman un buen equilibrio (no de corrida bancaria) en un mal equilibrio (de corrida bancaria) o viceversa debido a cambios en la sensibilidad²² del mercado. En estos modelos de segunda generación, los formuladores de políticas comparan los beneficios de mantener el vínculo con los costos de una devaluación y abandonan el vínculo a cambio de ganancias de política macroeconómica de corto plazo. A menudo las acciones autosuficientes propician el cambio de un equilibrio a otro, tal como se explica en los modelos de equilibrio múltiple autosuficiente²³ De todas formas, estos modelos de equilibrio múltiple con expectativas autosuficientes para ataques especulativos no pueden explicar los eventos que sirvieron de base a los disturbios monetarios asiáticos que ocurrieron a mediados de 1997.

Los modelos de la tercera generación intentan estilizar la mecánica causal que precipitó la crisis monetaria asiática que se inició con el colapso del bhat tailandés a mediados de 1997. En la primera versión del modelo de la tercera generación se postula que las garantías gubernamentales implícitas estimularon un comportamiento de riesgo moral

²¹ P. Krugman, “A Model of Balance of Payment Crisis”, *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 11, 1979, pp 311-23.

²² D. Diamond y P. Dybvig, “Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity”, *Journal of Political Economy*, vol. 91, 1983, pp. 401-09.

²³ M. Obsteld, *op. cit.*

(de negligencia) por parte de los intermediarios financieros que se comprometieron en “sobre-empréstitos panglossianos” en monedas extranjeras sin cobertura. Estos empréstitos fueron facilitados por prestamos conectados debidos a la vigencia de vínculos capitalistas amistosos entre bancos e industria. Las inversiones se canalizaron hacia bienes raíces y compras de activos riesgosos, generando una burbuja de precios de activos que estaba destinada a explotar y a desencadenar una reversión masiva de los flujos de capital.²⁴ Este comportamiento de riesgo moral que mostraron los inversionistas internacionales era equivalente a un robo organizado.²⁵

En una segunda versión del modelo de tercera generación, las entradas de capital bajo garantías implícitas, se canalizan hacia proyectos riesgosos ante la ausencia de regulación prudencial de parte del sistema bancario y financiero. Una repentina crisis de liquidez, causada por un choque exógeno, desata pánico y comportamiento gregario o de rebaño entre los prestamistas, ya que se aceleran para deshacerse de sus préstamos a corto plazo, rehusándose a renovar sus adeudos. Esto transforma una crisis de liquidez en una crisis de insolvencia y resulta en una reversión repentina de entradas de capital que dan lugar a una crisis financiera completamente generalizada.²⁶

Los choques exógenos que convirtieron una crisis de liquidez en una crisis de insolvencia que a su vez provocó el colapso del vínculo monetario en la economía del Asia oriental, se manifestaron de diversas formas tales como: una apreciación del dólar de Estados Unidos al que estaban vinculadas las monedas asiáticas; la depreciación del yen y la recesión en Japón; la entrada de China al mercado mundial como exportador competidor y la sobre oferta de bienes electrónicos, que llevaron a la erosión de la competitividad y pérdidas en el volumen de exportaciones y en el ingreso de las economías asiáticas durante la formación de la crisis de 1997.²⁷

La crisis financiera asiática no fue el resultado del debilitamiento de los fundamentos macroeco-

²⁴ P. Krugman, *What Happened in Asia?*, texto mimeografiado 1998. <http://web.mit.edu/krugman/www/disinter.htm/>.

²⁵ M. P. Doole, “Are Recent capital Inflows to Developing countries a Vote for or Against Economic Policy Reform?”, en P. Agenor, M. Miller, D. Vines y A. Weber (eds.), *The Asian Financial Crisis, Causes Contagion and Consequences*, Cambridge University Press, Cambridge, 1999, pp. 112-23.

²⁶ S. Radiet y J. Sachs, “The East Asian financial Crisis: Diagnosis, Remedies and Prospects”, *Brooking Papers on Economic Activity*, nº 1, 1998, pp. -90.

²⁷ J. Corbett y D. Vines, “The Asian Crisis: lessons from the collapse of the financial system, exchange rates, and macroeconomic policy”, en: P. Agenor, *et al. op. cit.*, pp. 67-110.

nómicos debido a las políticas inconsistentes con el vínculo monetario, tal como se supuso en los modelos de primera generación. La crisis tampoco fue el resultado de expectativas autosuficientes que transformaron un equilibrio bueno (*no run*) en un equilibrio malo (*run*), sino que más bien se debió a ataques especulativos sobre el vínculo monetario que provocaron una repentina reversión de los flujos de capital derivados de la fragilidad del sector financiero, tal como se destaca en los modelos de tercera generación.

Las debilidades del sector empresarial y financiero jugaron un papel crítico en la precipitación de la crisis asiática en 1997. Estas debilidades incrementaron la vulnerabilidad de las instituciones financieras a choques externos. La existencia de distorsiones informativas y no informativas contribuyó a agrandar los efectos adversos de estos choques, que conducían a comportamientos de pánico entre prestamistas extranjeros. Ellos retiraron sus fondos independientemente del estado de los fundamentos y las reversiones masivas de flujos de capital llevaron al contagio regional de la crisis y amenazaron la estabilidad del sistema financiero global.

IV. Necesidad de reformas estructurales

Las recientes crisis monetarias proporcionan varias lecciones para los formuladores de política comprometidos en la reducción de la frecuencia de las crisis financieras a fin de mitigar los efectos adversos del contagio de la crisis regional.

La necesidad de reformas estructurales en los sectores empresarial y financiero domésticos y el seguimiento de políticas macroeconómicas sanas, son fundamentales en el caso de que un país quiera abrir su cuenta de capital y beneficiarse de las entradas de capital. Las reformas estructurales deberían incluir la eliminación de instituciones financieras no viables. Además el sector empresarial necesita reestructurarse a base de mejorar la regulación y la supervisión prudenciales y reforzar la disciplina del mercado.²⁸ La liberalización de la cuenta de capital “sin antes fortalecer el marco prudencial (es) una receta para un desastre”.²⁹

La crisis financiera asiática se desencadenó por las debilidades de los sectores empresarial y finan-

ciero. Los vínculos monetarios formales e informales que llevaron a empréstitos sin cobertura alimentaron la rápida exposición de crédito y llevaron a la inflación de precios de los activos. Los precios de activos inflados estimularon entradas de capitales adicionales bajo intermediarios financieros no bancarios, supervisados. El altamente apalancado sector empresarial y el gran endeudamiento a corto plazo sin cobertura hicieron que estas economías fueran vulnerables a cambios repentinos en las sensibilidades del mercado o a cambios en las tasas de interés. Además, patrones contables débiles, malas evaluaciones de préstamos y malas prácticas de divulgación ocultaron las crecientes vulnerabilidades a los formuladores de políticas. Las reformas estructurales para evitar la recurrencia de las crisis necesitan atender estas deficiencias y también las deficiencias en la evaluación del riesgo país de parte de los prestamistas. La crisis financiera asiática ha destacado los nexos entre la fragilidad del sector financiero y la estabilidad macroeconómica. Los sectores empresariales altamente apalancados con gran endeudamiento empresarial a corto plazo, sin cobertura y denominado en moneda extranjera, exponen a la economía a riesgos de moneda extranjera, especialmente en casos de tipos de cambio vinculados. La necesidad de regulación prudencial para evitar estas fallas debe catalogarse como una de las lecciones importantes de las crisis recientes.

V. Riesgo cambiario

En la crisis monetaria asiática los inversionistas extranjeros malinterpretaron la amplitud del riesgo cambiario a base de suponer efectivamente que muchos bancos centrales estaban sosteniendo el riesgo del tipo de cambio a base de mantener los tipos de cambio vinculados. Durante las décadas que precedieron la crisis, los bancos centrales de esos cinco países de Asia habían proporcionado por igual a los prestatarios domésticos y a los prestamistas extranjeros, medidas de la certidumbre del tipo de cambio, así como de su flexibilidad. Como resultado de ello, los flujos de capital respondieron fuertemente a los diferenciales de la tasa de interés y los empréstitos externos permanecieron sin cobertura ante la posibilidad de grandes depreciaciones monetarias. La propiedad gubernamental de varios bancos asiáticos también daba señales de garantías gubernamentales implícitas en caso de incumplimiento. Esto estimuló a los prestamistas extranjeros a subestimar el riesgo de incumplimiento, creando por lo tanto un problema de riesgo moral (de negligencia) al tener demasia-

²⁸ C. Lindgren, T. J. T. Baliño, C. Enoch, A. Guide, M. Quintyn y T. Leslie, *Financial Sector Crisis and Restructuring. Lessons from Asia*, Fondo Monetario Internacional, Washington, D. C., 1999.

²⁹ M. Goldstein, “The Asian Financial Crisis: Causes, Cures and Systemic Implications”, *Policy Analyses in International Economics* (Instituto de Economía Internacional), vol. 55, 1998.

dos empréstitos y prestamos. Desde el punto de vista del préstamo extranjero había otro efecto de riesgo moral que surgía de las expectativas de que el FMI pudiera convertirse en fiador de los acreedores en caso de un colapso. Las fianzas del FMI estimulan una excesiva actividad de préstamos y empréstitos internacionales y refuerzan el problema del riesgo moral, debido a que los riesgos de incumplimiento asociados a tal actividad pueden ser subestimados por el FMI. Por lo tanto, la ayuda que proporcionan las fianzas del FMI subsidia efectivamente a esos prestamistas extranjeros con préstamos a largo plazo que son incapaces de liquidar sus activos rápidamente, y que de otra manera perderán sus fondos a través de firmes acciones de incumplimiento. Es más, el incumplimiento de préstamos enseñaría a las instituciones financieras tales como bancos y fondos mutualistas que operan a nivel global, a evaluar los fundamentos de las economías extranjeras de manera más cuidadosa.

VI. La necesidad de mejores políticas del FMI

Con base en el artículo 1, el FMI tiene poder para rescatar a las naciones miembros atrapadas en una crisis de balanza de pagos, a base de proporcionarles un salvavidas de liquidez o financiamiento de emergencia para restaurar la confianza y detener las reversiones de las entradas de capital. En el caso de la crisis monetaria asiática, el FMI recomendó la medicina ortodoxa consistente en la reducción del gasto o la contracción fiscal y el desvío del gasto o una devaluación para remediar la crisis monetaria. Sin embargo, el asunto central que precipitó la crisis monetaria radicaba en la percepción del mercado de que las economías asiáticas estaban en las garras de la insolvencia soberana.

El FMI, como prestamista de última instancia durante la crisis de México (1994), en combinación con el Departamento del Tesoro de Estados Unidos y con los países del Grupo de los Diez, proporcionaron un masivo paquete de afianzamiento para restaurar la confianza del mercado y revertir las salidas de capital. Sin embargo, en la crisis latinoamericana previa en los años setenta los incumplimientos parciales de endeudamiento soberano y los “desordenados” ejercicios de deuda resultaron en estancamientos y en una década perdida para el desarrollo de América Latina. En la crisis monetaria asiática, Tailandia y Corea del Sur optaron por seguir la solución mexicana y dieron garantías en blanco para el repago de los adeudos extranjeros. Sin embargo, Indonesia que tenía deudas empresariales masivas sin cobertura hacia los prestamistas extranjeros, entró en incumplimiento. Lo anterior

generó un caos económico y un trauma social sin precedentes en Indonesia. La experiencia asiática resalta la necesidad de establecer procedimientos de bancarrota que abarquen suspensiones de pagos a los prestamistas. Hay que dedicarse a la inyección de liquidez y a hacer ejercicios de deuda ordenados para evitar reversiones masivas de entradas de capital. Es necesario que se haga a nivel internacional una provisión igual a la del capítulo II del Código de Bancarrota de Estados Unidos.

Lo anterior requiere rehacer el papel del FMI como prestamista de última instancia y colaborar con el Banco Mundial para establecer una nueva arquitectura financiera que permitirá atender los asuntos de incumplimiento de endeudamiento, sino también los temas relacionados con la frecuencia y vinculación del contagio de crisis monetaria.

VII. Reestructuración de la arquitectura financiera global

La súbita y feroz naturaleza de la crisis financiera asiática reveló que el FMI había estado somnoliento en lo que concierne a las funciones del artículo IV relativas a la vigilancia y monitoreo de crisis. El FMI ahora está muy comprometido en intentos de cerrar las puertas del establo después de que se escapó el corcel. De cualquier forma, las iniciativas emprendidas por el FMI, ahora ayudarán a mitigar la virulencia de las inevitables crisis futuras, en un mundo de creciente movilidad de capital.

Entre los intentos de reestructurar la arquitectura financiera global, el fortalecimiento de la eficiencia de la función del prestamista de última instancia es la clave de la arquitectura. Para este fin el FMI ha introducido el servicio de reserva suplementaria (SRF) que requiere políticas macroeconómicas sanas y la implementación de los patrones de vigilancia de mejores prácticas. Es más, se ha establecido una línea de crédito contingente (CCL) para proporcionar alivio rápido a países afectados por contagio de crisis.

En un frente más amplio la efectividad del prestamista de última instancia dependerá de la remoción de las principales debilidades de la actual arquitectura financiera con respecto a la supervisión, regulación prudencial y transparencia, así como a los patrones de contabilidad y mejores prácticas contables. Adicionalmente, se considera un imperativo establecer patrones de bancarrota en el caso de incumplimiento soberano para evitar interrupciones en el ejercicio de la deuda, dado que los flujos de capital transfronterizos son cada vez más de carácter privado que de índole pública. El involucramiento del sector privado en la reestructuración

de deuda y en la resolución de crisis así como en la implementación de una buena administración (governance) empresarial contribuirán a la minimización del riesgo moral, debido a la asunción de riesgos especulativos.

El FMI, al proveer garantías en blanco para cubrir los incumplimientos soberanos, puede cumplir su función de prestamista de última instancia a expensas de los causantes fiscales de la economía en crisis. Es imperativo que el riesgo moral resultante de dar garantías en blanco para incumplimiento, se contrarreste mediante reformas institucionales, de forma tal que el FMI preserve su integridad como prestamista de última instancia y no que se convierta en un cobrador de deudas a favor de los acreedores internacionales de los países en desarrollo.

VIII. Lecciones para la convertibilidad de la cuenta de capital

La reseña anterior sobre la reciente crisis monetaria asiática proporciona varias lecciones que podrían ser útiles para una implementación efectiva de la convertibilidad de la cuenta de capital. La primera es que el frágil sistema financiero interno debería reformarse y colocarse sobre bases sólidas, de forma tal que se fortalezca su capacidad para regular prudencialmente las grandes entradas de capital que se dan con una cuenta de capital abierta. La segunda consiste en que la convertibilidad de la cuenta de capital debería de ir precedida del establecimiento de fundamentos macroeconómicos sanos mediante el seguimiento de políticas que busquen que la política fiscal se sostenga y que haya estabilidad de precios. Por ejemplo, ante la presencia de amplios déficit fiscales, las cuentas de capital abiertas ofrecen una ventana para que los intermediarios financieros adquieran empréstitos externos que conduzcan a la acumulación de endeu-

damiento externo. Una tercera lección es la de que bajo la inevitable flexibilidad cambiaria que resulta de una cuenta de capital liberalizada, el diseño de la política monetaria necesita llenar la brecha que queda al abandonar el ancla cambiaria nominal. Relacionado con este tema, el objetivo de inflación (inflation targeting) podría cumplir dicha función. Podría proporcionar la credibilidad de política y obviar la necesidad de grandes aumentos de la tasa de interés y devaluaciones cambiarias que podrían transformar un buen equilibrio en un mal equilibrio y convertir una crisis en un colapso tal como sucedió en la crisis asiática. Un cuarto aprendizaje es el de que el FMI, a través de sus patrones de divulgación de datos especiales y generales, se está encargando del asunto. Es más, otras instituciones tales como el Banco de Pagos Internacionales (BIS), de Basilea, en sus Principios Básicos de Basilea (*Basle Core Principles*) revisa los requerimientos de adecuación de capital que desvían los flujos de capital, llevándolos de flujos de vencimiento a largo plazo hacia flujos de vencimiento a corto plazo. Una quinta lección es la de que el sector privado debería involucrarse en la reestructuración de deuda, en el manejo empresarial y en la evaluación de riesgo a fin de minimizar el riesgo moral de los préstamos riesgosos a que dan lugar las garantías implícitas de incumplimiento del FMI. Como sexta lección se tiene que el FMI debería coordinar sus microfunciones de vigilancia y suspensión prudencial con las funciones de construcción de instituciones con fines macroeconómicos del Banco para evitar conflictos potenciales. Debido a los prospectos de entradas de capital masivas que se dan después de la convertibilidad de la cuenta de capital, la brecha entre los ricos y los pobres en la economía podría ampliarse, desencadenando tensiones políticas. El tema de la igualdad debería, por lo tanto, de ser analizado. A este respecto el servicio del crecimiento para la reducción de la pobreza (PRGF) del FMI es un paso en la dirección correcta.

Actividades del CEMLA durante marzo-mayo de 2002

<i>Actividad</i>	<i>Instituciones copatrocinadoras Lugar y fecha</i>
<i>Cursos</i>	
Taller Nacional de Análisis y Estrategia de Deuda	Debt Relief International (DRI) La Paz, 25 de marzo – 10 de abril
Governance Arrangements and Communication Policies for Central Banks	Banco de Jamaica Kingston, 8 – 12 de abril
Taller Regional Latinoamericano sobre Instrumentos para el Análisis de Sostenibilidad de Deuda	Debt Relief International México, D. F., 22 – 27 de abril
<i>Seminarios</i>	
Supervisión de Riesgo de Mercado, Liquidez y Liquidaciones	México, D. F., 18 – 22 de marzo
Tendencias Internacionales en la Compensación y Liquidación de Pagos y Valores	Banco Mundial México, D. F., 17 – 18 de abril
Operaciones de Banca Local con Centros Financieros <i>Offshore</i> : Retos para Regular y Supervisar su Operatividad	Banco Central de la República Dominicana Santo Domingo, 17 – 19 de abril
Promoviendo la Estabilidad Financiera	Banco Central de Reserva del Perú Lima, 27 – 31 de mayo
<i>Reuniones</i>	
Comité de Tesorería de Banca Central	Banco Central de Reserva del Perú Lima, 21 – 22 de marzo

Consejo Asesor Internacional de la Iniciativa de
Compensación y Liquidación de Pagos y Valo-
res del Hemisferio Occidental (IHC)

México, D. F., 16 – 19 de abril

Grupo de Trabajo sobre Asuntos de Sistemas de
Pagos de América Latina y el Caribe (GTSP-ALC)

México, D. F., 19 de abril

XXXIX Reunión de Gobernadores de Bancos
Centrales del Continente Americano

Banco de las Antillas Holandesas

Curaçao, 9 de mayo

Junta de Gobierno del CEMLA

Banco de las Antillas Holandesas

Curaçao, 9 de mayo

LXXIII Reunión de Gobernadores de Bancos
Centrales de América Latina y España

Banco de las Antillas Holandesas

Curaçao, 9 – 10 de mayo

Asamblea Extraordinaria del CEMLA

Banco de las Antillas Holandesas

Curaçao, 10 de mayo



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

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

BOLETÍN

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

Suscripciones y pedidos:

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

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