


La cooperación entre bancos centrales a principios del siglo XXI

Conferencia del 60º aniversario del CEMLA



**La cooperación
entre bancos centrales
a principios del siglo XXI**



La cooperación entre bancos centrales a principios del siglo XXI

**Conferencia
del 60° aniversario del CEMLA**

México D. F., 19 y 20 de julio de 2012





Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos

Durango 54

Colonia Roma Norte

Delegación Cuauhtémoc

06700 México D. F.

México

<www.cemla.org>

D.R. © 2013, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos

Todos los derechos reservados.

Queda prohibida la reproducción total o parcial de esta obra por cualquier medio o procedimiento, comprendidos la reprografía y el tratamiento informático, la fotocopia o la grabación, sin la previa autorización por escrito de la dirección del CEMLA.

Coordinación editorial y de traducciones realizada por la Gerencia de Servicios de Información del CEMLA.

Fotografía de la portada: © Yulan\Dreamstime.com

Primera edición, 2013

ISBN 978-607-7734-52-9

Hecho e impreso en México.

Índice

Prefacio	xiii
----------------	------

PALABRAS DE APERTURA

Javier Guzmán Calafell	3
------------------------------	---

CONFERENCIA MAGISTRAL

La cooperación entre bancos centrales: una perspectiva latinoamericana

José Darío Uribe E.	11
--------------------------	----

PANEL 1

ESTABILIDAD MONETARIA INTERNACIONAL Y COOPERACIÓN ENTRE BANCOS CENTRALES

Presentación

Paulo Vieira da Cunha	23
-----------------------------	----

La cooperación entre bancos centrales y el sistema monetario internacional: las lecciones de Europa

Josh Felman	29
-------------------	----

Por cuenta y riesgo del acreedor

Philip Turner	37
---------------------	----

Cooperación financiera interregional: otro nivel de cooperación en pos de la estabilidad financiera

Kiyohiko G. Nishimura	61
-----------------------------	----

<i>Estabilidad monetaria y cooperación entre bancos centrales</i>	
Daniel Heller	79

PANEL 2

LA COOPERACIÓN ENTRE BANCOS CENTRALES: LA EXPERIENCIA DE LAS ECONOMÍAS EMERGENTES Y EN DESARROLLO

<i>La cooperación entre bancos centrales: la experiencia de las economías emergentes y en desarrollo</i>	
Emsley Tromp	91
<i>La crisis financiera y los bancos centrales: efecto sobre metas de inflación e independencia</i>	
Mario I. Blejer	101
<i>La cooperación entre bancos centrales: la experiencia de las economías de América Central</i>	
Julio Suárez	105

PANEL 3

COOPERACIÓN TÉCNICA ENTRE BANCOS CENTRALES

<i>Presentación</i>	
Jorge Roldós	113
<i>Cooperación técnica entre bancos centrales: el caso del Deutsche Bundesbank</i>	
Jürgen Sterlepper	117
<i>Cooperación técnica entre bancos centrales: la experiencia del SEACEN</i>	
Hoo-Kyu Rhu	125

<i>Cooperación técnica entre bancos centrales: el caso del CEMLA</i>	
Javier Guzmán Calafell	127

CONFERENCIA MAGISTRAL

<i>La cooperación entre bancos centrales a principios del siglo XXI</i>	
Agustín Carstens	157

PANEL 4

LA COOPERACIÓN ENTRE BANCOS CENTRALES DURANTE ÉPOCAS DE CRISIS: LECCIONES DE LA EXPERIENCIA RECIENTE

<i>Presentación</i>	
Juno Kang	165
<i>La cooperación entre bancos centrales en épocas de crisis</i>	
Elizabeth A. Duke	167
<i>Gestión de crisis a corto plazo y visión a largo plazo: las respuestas de Europa a la crisis</i>	
Benoît Cœuré	177
<i>La cooperación entre bancos centrales en épocas de crisis: lecciones de la experiencia reciente</i>	
Pedro Duarte Neves	187
<i>La cooperación entre bancos centrales durante las crisis: lecciones de la experiencia reciente</i>	
Manuel Ramos-Francia y Santiago García-Verdú	203

CONFERENCIA MAGISTRAL

Cooperación entre bancos centrales: reflexiones sobre la experiencia de las últimas ocho décadas

Jaime Caruana 223

PANEL 5

ESTABILIDAD FINANCIERA GLOBAL Y COOPERACIÓN ENTRE BANCOS CENTRALES: ¿QUÉ HEMOS APRENDIDO?

Presentación

Manuel Sánchez González 239

Estabilidad financiera global y cooperación entre bancos centrales: ¿qué hemos aprendido?

Miguel Pesce 245

Estabilidad financiera global y cooperación entre bancos centrales. Lecciones aprendidas

Marc-Olivier Strauss-Kahn 251

MESA REDONDA

HACIA DÓNDE SE DIRIGE LA COOPERACIÓN ENTRE BANCOS CENTRALES

Presentación

Guillermo Ortiz 265

Educación económica, inteligencia financiera y cooperación entre bancos centrales: la respuesta a los desafíos del presente

Mario Bergara 267

<i>¿Adónde se dirige la cooperación entre bancos centrales?</i> Rodrigo Bolaños Zamora	273
<i>¿Adónde se dirige la cooperación entre bancos centrales?</i> Pilar L'Hotellerie-Fallois	279

Javier Guzmán Calafell

Prefacio

En el marco de la celebración del 60° aniversario de la fundación del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA), el 19 y 20 de julio de 2012 se llevó a cabo la “Conferencia La Cooperación entre Bancos Centrales a Principios del Siglo XXI”. Durante estos dos días se reunieron en las instalaciones del CEMLA en la ciudad de México autoridades de nuestras instituciones asociadas y colaboradoras, así como miembros de otros bancos centrales, de organismos internacionales e invitados especiales. Todos ellos debatieron acerca de diversos aspectos de la cooperación entre los bancos centrales.

En los decenios recientes, el tema de la cooperación entre bancos centrales se ha vuelto más importante a medida que, al avanzar la globalización, se ha acentuado la interdependencia de los sistemas financieros. Sin embargo, dicho tema ha adquirido todavía mayor relevancia a raíz de la crisis financiera que estalló hace algunos años, ya que, para enfrentarla, se han requerido formas inéditas de intervención y coordinación entre gobiernos, bancos centrales y organismos internacionales.

Director general, CEMLA.

En el programa de la Conferencia se buscó brindar un panorama integral: el tema de la cooperación se abordó tanto desde un enfoque histórico y teórico, como, desde la perspectiva de los retos que la crisis financiera reciente plantea a las autoridades de los bancos centrales en cada país y en escalas regional y global.

Con el fin de aprender de las lecciones del pasado, algunas exposiciones abordaron los antecedentes de la cooperación entre bancos centrales desde el siglo XIX y los momentos más significativos en la institucionalización de los procesos de cooperación monetaria y financiera internacional en el siglo XX. En particular, se analizaron las experiencias de cooperación entre bancos centrales en Europa, América Latina y el Caribe, y Asia.

En América Latina y el Caribe, los antecedentes de la cooperación se remontan a 1931, cuando se realiza una conferencia de bancos centrales de la región, orientada a discutir las implicaciones del abandono del patrón oro. Posteriormente, los esfuerzos de cooperación se consolidan con la institución del CEMLA en 1952 y se complementan con la creación de organismos como el Consejo Monetario Centroamericano en 1964, el Fondo Latinoamericano de Reservas en 1978 y el Convenio de Pagos y Créditos Recíprocos de la Asociación Latinoamericana de Integración en 1982.


La actual crisis ha puesto a prueba la funcionalidad de los mecanismos de cooperación en todo el mundo. En este sentido, en la Conferencia se puso énfasis en los potenciales y límites de la colaboración entre bancos centrales en tiempos de crisis; se analizaron las acciones coordinadas que emprendieron algunos países avanzados en los momentos más críticos de la emergencia financiera; y se estudiaron los distintos dilemas de política económica y monetaria que plantea la crisis a los países avanzados y a los emergentes.

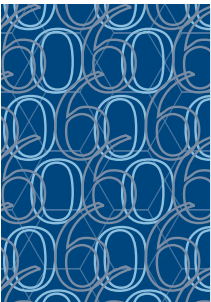
A lo largo de la Conferencia se mencionó que, si bien parece claro que la coordinación y cooperación tienen efectos positivos, a veces los mandatos específicos y los contextos históricos, sociales y económicos particulares, imponen limitaciones a la colaboración entre bancos centrales. De hecho, la crisis plantea problemas muy distintos a los

países avanzados y a los emergentes y, en ocasiones, las medidas para mitigar los problemas en un grupo de países pueden traducirse en fuentes de vulnerabilidad para otros. Por ello, elevar el intercambio de información, la cooperación financiera y técnica internacional y, cuando sea el caso, estimular la armonización de algunas acciones, constituye uno de los mayores desafíos actuales. En la medida en que se superen estos retos, será posible preservar de mejor manera la estabilidad del sistema financiero internacional.

Para el CEMLA esta Conferencia fue muy significativa. Este es el organismo de cooperación monetaria más antiguo y con mayor cobertura en América Latina y el Caribe y, a lo largo de sus ya más de seis decenios de existencia, ha sido un foro en el que sus miembros pueden intercambiar ideas y experiencias, contar con programas de actualización y asistencia técnica, elevar la formación de sus cuadros, tener acceso a fuentes de investigación sobre temas monetarios y financieros y, en general, adoptar mejores prácticas que los lleven a cumplir de manera más eficaz sus tareas.

Con la realización de esta Conferencia, que reunió a algunos de los principales protagonistas de la banca central en el plano internacional, así como a reconocidos académicos y funcionarios de organismos internacionales, se realizó una aportación original y significativa al tema fundamental de la cooperación entre bancos centrales. Con ello, el CEMLA reafirma su papel como un espacio multilateral idóneo para promover la discusión y estimular consensos en favor del desarrollo de la banca central.

Deseo agradecer a todos aquellos que aportaron su esfuerzo, inteligencia y experiencia para hacer posible esta Conferencia Conmemorativa del 60° aniversario del CEMLA. Asimismo, hago extensivo este reconocimiento a la inmensa lista de instituciones y personas que, a lo largo de todos estos años, han apoyado, de manera comprometida y desinteresada, la labor del Centro. 



Palabras de apertura



Javier Guzmán Calafell

Palabras de apertura

Quisiera en primer lugar dar a ustedes la más cordial bienvenida al CEMLA. Todos los que trabajamos en el Centro nos sentimos muy honrados con su presencia, y al mismo tiempo muy agradecidos por haber aceptado la invitación a festejar con nosotros los *primeros* 60 años de esta institución.

En lo personal, me da mucho gusto contar con la compañía de este grupo tan selecto de amigos del CEMLA, que generosamente nos han venido apoyando desde distintos ámbitos. Me llevaría demasiado tiempo hacer referencia como yo quisiera a cada uno de ustedes. Por ello, solamente deseo destacar la presencia de aquellos que han estado vinculados por más tiempo con el CEMLA, y que hoy en día nos siguen ayudando, ya sea desde posiciones oficiales o bien utilizando parte de su muy valioso tiempo privado. En particular, agradezco mucho que estén con nosotros el día de hoy Miguel Mancera, Jesús Silva Herzog, Andrés Bianchi, Emsley Trump, Mario Blejer, Jaime Caruana y por supuesto el presidente de nuestra Junta de Gobierno, José Darío Uribe.

Director General del CEMLA.

La elección del tema “La cooperación entre bancos centrales a principios del siglo XXI” para esta Conferencia es natural considerando la orientación de las actividades del CEMLA. De hecho, el CEMLA se creó en 1952 en un esfuerzo por estrechar la cooperación entre los bancos centrales de América Latina, por medio de un organismo multilateral encargado de promover el mejor conocimiento de las cuestiones monetarias y bancarias en la región. Pero más allá de lo anterior, la discusión de esta temática es sumamente oportuna, en virtud de la dimensión que ha adquirido la cooperación entre bancos centrales en los últimos años.

La cooperación entre bancos centrales no es un fenómeno reciente. Por ejemplo, en la literatura sobre este tema se citan con frecuencia acciones de cooperación monetaria incluso en el siglo XIX. Desde entonces, la intensidad de la cooperación entre bancos centrales ha mostrado, aunque con altibajos de un periodo a otro, una tendencia general a fortalecerse, con el apoyo de un proceso de institucionalización.

Desde mi punto de vista, dos factores han incidido de manera fundamental en la cooperación entre bancos centrales en los últimos años.

El primero tiene que ver con la globalización. Es evidente que la cooperación monetaria se ha hecho más importante al acrecentarse el proceso de integración a nivel global. La globalización económica y financiera ha sido una de las principales características de la economía mundial en años recientes. Si bien lo anterior ha sido fuente de incontables beneficios, también ha venido acompañado de nuevos retos. En particular, ante la creciente interdependencia que ha resultado de la globalización, los problemas económicos en un país pueden transmitirse rápidamente a otros. Además, en este contexto las opciones de política aparentemente razonables en el plano nacional no lo son necesariamente cuando se adopta una visión global. En otras palabras, en un mundo altamente globalizado se presenta el típico dilema del prisionero, en el que un enfoque no cooperativo lleva a resultados inferiores para todas las partes involucradas, en comparación con otro basado en la cooperación.

El segundo factor está vinculado a la crisis financiera que sigue aquejando a la economía mundial. En una primera etapa, la respuesta a la crisis se basó en políticas unilaterales que resultaron insuficientes para fortalecer la confianza, y que de hecho se convirtieron en un mecanismo de agravamiento de las dificultades económicas. No obstante, ante la ineficacia de estas acciones aisladas, la necesidad de introducir un esfuerzo conjunto se hizo evidente. Como resultado, se pusieron en marcha medidas de cooperación entre bancos centrales que por su complejidad y su alcance no tienen precedente histórico.

Indudablemente, es mucho lo que se ha progresado a este respecto en el marco de la crisis. Además de las acciones coordinadas para enfrentar los retos que han surgido en distintas etapas de la misma, se han aplicado medidas para fortalecer los mecanismos institucionales de cooperación entre bancos centrales y de estos con otro tipo de autoridades, permitiendo de paso un mayor involucramiento de las economías emergentes. Al respecto, cabe destacar las políticas que se han tomado en el marco del G20, del Consejo de Estabilidad Financiera, del Banco de Pagos Internacionales y del Fondo Monetario Internacional, entre otros foros.

Evidentemente, este conjunto de iniciativas representa un avance de enorme trascendencia y una muestra clara de la importancia que se asigna a la adopción de respuestas conjuntas para problemas de naturaleza global. Sin embargo, los progresos alcanzados son insuficientes y las preguntas sin una respuesta clara son numerosas.

A este respecto, quisiera hacer las siguientes reflexiones:

- En primer lugar, los esfuerzos de cooperación realizados hasta ahora han sido fundamentales para impedir un colapso del sistema financiero internacional y sus devastadoras consecuencias. No obstante, la crisis no ha terminado, y su superación seguramente necesitará de acciones adicionales de cooperación entre los bancos centrales. Para que estos funcionen, además de la voluntad política, se requerirá contar con enfoques analíticos adecuados. Sin embargo, es de esperarse que los próximos años sean un periodo

de experimentación para la banca central, con retos enormes en materia teórica, operativa e institucional.

- En segundo lugar, la evidencia muestra que los niveles de cooperación aumentan en situaciones de gran incertidumbre. La explicación es sencilla: es natural que en un entorno de desconfianza y posibilidad de contagio se observe una mayor proclividad a la cooperación como un mecanismo de seguro contra el riesgo. En este sentido, el reto consiste en aprovechar los esfuerzos de cooperación realizados durante épocas de crisis para sentar las bases de modelos permanentes, que permitan continuar asignando prioridad a la cooperación en tiempos normales. La pregunta en este caso es si este objetivo será cubierto en la etapa actual. La duda es relevante en virtud de las restricciones políticas e institucionales que limitan los márgenes de acción en escala nacional. De hecho, algunos organismos internacionales han destacado que en diversas fases de la crisis se ha registrado un debilitamiento del espíritu de cooperación observado en algunos de sus momentos más agudos.
- En tercer lugar, no se debe perder de vista que la cooperación entre bancos centrales no debe buscarse de manera aislada de otras políticas. Frecuentemente, la cooperación monetaria tendrá los resultados esperados sólo en la medida en que se coordine a su vez con acciones en materia fiscal y en otras áreas del sector financiero.
- En cuarto lugar, existen ámbitos en los que se ha observado una insuficiente cooperación entre bancos centrales a raíz de la crisis. En particular, la combinación de amplia liquidez en los países avanzados y el fortalecimiento de los fundamentos económicos en las economías emergentes en los últimos decenios, ha propiciado un incremento en los flujos de capital privado hacia estos últimos países, si bien acompañado de una gran volatilidad. Esto ha generado temores del surgimiento de un nuevo episodio de apreciaciones excesivas de los tipos de cambio y de burbujas en los precios de los activos, o bien de interrupciones repentinas de las corrientes

de capital a las economías emergentes que propicien episodios de turbulencia financiera. Las autoridades de varios de estos países han subrayado que la subestimación del daño colateral de esas políticas pone en evidencia la necesidad de una mayor cooperación por parte de los bancos centrales de las economías avanzadas. En sentido contrario, se ha argumentado que los esfuerzos de diversas economías emergentes por mantener tipos de cambio subvaluados con propósitos internos han tenido repercusiones globales adversas de consideración.

- En quinto lugar, los esfuerzos recientes por fortalecer la cooperación entre bancos centrales han abarcado tanto el ámbito mundial como el regional. Sin embargo, no queda claro en qué medida se está intentando asegurar una complementariedad adecuada entre ambas instancias de cooperación.


Quisiera subrayar que los bancos centrales de varias economías emergentes y en desarrollo han venido realizando desde hace varios años esfuerzos por estrechar sus lazos de cooperación. Algunas de las acciones más relevantes han tenido lugar en Asia, en buena medida como respuesta a los problemas que enfrentaron las economías de esa región a finales de los años noventa. Entre las medidas adoptadas destacan la llamada iniciativa Chiang Mai, los esfuerzos orientados a fomentar la integración financiera regional, y la creación de mecanismos para fortalecer el seguimiento de sus economías y el manejo del riesgo.

También en América Latina y el Caribe se han observado esfuerzos en esta dirección. Como ya mencioné, el CEMLA ha ocupado un lugar de importancia al respecto. Las acciones de cooperación entre estos bancos centrales se han canalizado también a través de otros mecanismos, tales como el Convenio de Pagos y Créditos Recíprocos de la ALADI, el Consejo Monetario Centroamericano, el Fondo Latinoamericano de Reservas, la Unión Monetaria de la Organización de los Estados del Caribe Oriental, el Sistema de Pagos en Monedas Locales entre Argentina y Brasil y el Sistema Único de Compensación Regional

de Pagos. No obstante el camino recorrido, es mucho todavía lo que hay por hacer en la región a este respecto, y me parece que la experiencia de cooperación monetaria de Asia puede dejar lecciones de importancia para América Latina y el Caribe.

Antes de concluir esta intervención, permítanme hacer un comentario sobre un tema directamente relacionado con las actividades del CEMLA. Como ustedes saben, la cooperación entre bancos centrales tiene varias facetas. Una de ellas es lo que comúnmente se conoce como cooperación técnica, es decir, la transferencia de conocimientos, el intercambio de puntos de vista e información, la estandarización de conceptos, el llenado de vacíos de información, la creación de redes de comunicación y la formación de recursos humanos, entre otras. Si bien este componente central de la cooperación monetaria ha existido desde hace muchos años, su importancia se ha venido haciendo mayor en decenios recientes, lo que se ha reflejado en una participación más activa en esta área tanto de bancos centrales individuales como de organismos multilaterales. Como es lógico suponer en un entorno en el que la capacidad de análisis económico se ha convertido en uno de los principales retos para la banca central, la cooperación técnica ha recibido un impulso adicional con la crisis financiera global. Es por ello que resulta de particular importancia intercambiar puntos de vista sobre los enfoques que instituciones de distintas naturalezas y regiones están siguiendo para dar un papel de mayor envergadura a esta actividad.

Estoy seguro de que esta Conferencia nos dará la oportunidad de discutir a fondo estos y muchos otros temas de actualidad relacionados con las lecciones que nos ha dejado la larga experiencia de cooperación entre bancos centrales, así como los ajustes que debemos hacer en los próximos años para incorporar adecuadamente estas lecciones en el quehacer de la comunidad de bancos centrales y de los organismos que los agrupan.

Nuevamente muchas gracias por su presencia y por acompañarnos en este evento tan significativo para el CEMLA. 



Conferencia magistral



José Darío Uribe E.

La cooperación entre bancos centrales: una perspectiva latinoamericana

Comprenderán que me siento muy honrado y complacido por la oportunidad de iniciar las discusiones de esta Conferencia Conmemorativa de los 60 años del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos. Durante todo este tiempo el CEMLA ha promovido la realización de numerosas actividades de interés para nuestras instituciones. No es de extrañar entonces que el tema escogido para esta celebración sea el de la cooperación entre los bancos centrales.

Antecedentes históricos

Estas entidades han tendido a buscar espacios de cooperación desde muy temprano en su historia. Esto parece ser parte de su naturaleza institucional. En Europa, el Banco de Pagos Internacionales (BPI) nació en 1930 con el fin de facilitar las transferencias masivas de recursos

Gerente general, Banco de la República, Colombia, y presidente de la Junta de Gobierno del CEMLA, 2011-2013.

por concepto de reparaciones de guerra que estableció el Tratado de Versalles. Sin embargo, esta entidad muy rápidamente pasó a ser un mecanismo eficaz de cooperación entre las autoridades monetarias de las economías avanzadas. En América Latina, tal vez el primer esfuerzo de colaboración fue la Conferencia de Bancos Centrales que tuvo lugar en Lima, a finales de 1931, apenas mes y medio después de que el Reino Unido abandonara el patrón oro. En esa oportunidad, como era de esperar, los delegados discutieron las ventajas y desventajas de los controles de cambios y la perspectiva de los depósitos de reservas en el exterior ante la incertidumbre creada por la caída del oro. Posteriormente vendrían las llamadas Reuniones de Técnicos de Bancos Centrales.

De acuerdo con las minutas y agendas de estas primeras reuniones, para las economías de la región, y en general para los llamados países *subdesarrollados*, los *expertos* parecían no ver una ruta distinta que la de imitar, con rezagos y en condiciones muy adversas, los modelos de manejo económico que se aplicaban —no siempre con éxito— en los países del *primer* mundo. Sin embargo, como lo comenzaban a demostrar algunos de nuestros más grandes escritores y artistas, la realidad latinoamericana era probablemente más compleja y difícil de administrar que la del mundo desarrollado, al igual que más rica en posibilidades e iniciativas de lo que se aceptaba en los medios académicos del momento.

La primera semilla del CEMLA fue, precisamente, la conciencia de que la enseñanza de la economía en los centros universitarios más avanzados desconocía muchas de esas circunstancias y características particulares, de manera que era necesario divulgar y debatir más ampliamente el pensamiento económico original que producían nuestros países. La gran mayoría de estos trabajos no eran esencialmente teóricos, sino que eran subproductos de la práctica cotidiana de entidades financieras o administrativas, generalmente estatales, porque, si no estoy mal, tampoco son muchas las facultades de economía latinoamericanas que cuentan con una historia de más de 60 años.

El CEMLA como facilitador de la cooperación

Una vez expresada la necesidad de mejorar la disponibilidad y difusión de estudios sobre temas de moneda y banca en América Latina, se empezó a avanzar decididamente en el establecimiento de lo que llegaría a ser el CEMLA. Sobre estos antecedentes me ha parecido de gran interés la lectura del trabajo que adelanta Eduardo Turrent, en un libro en preparación sobre la historia institucional del CEMLA, que me permito recomendar.

Quisiera detenerme entonces en unas pocas reflexiones puntuales sobre lo que significó el establecimiento de este Centro como factor de apoyo a la cooperación entre sus miembros.

La primera es reconocer la visión de los líderes de los bancos centrales de mediados del siglo pasado, quienes se comprometieron con este esfuerzo de integración desde una etapa temprana en la vida institucional de las diferentes organizaciones. En esto, fue fundamental el apoyo decidido al establecimiento del CEMLA por parte de las autoridades económicas y monetarias mexicanas de la época. Los presentes hoy, y nuestros antecesores, somos deudores de sus esfuerzos y aportes.

La segunda se relaciona con el esfuerzo consciente de los fundadores de la entidad por evitar la duplicación de esfuerzos y la delimitación de las tareas que se deberían emprender, en un momento en el cual los bancos centrales estaban asumiendo responsabilidades de banca de fomento. Al respecto, los delicados manejos diplomáticos para establecer límites conceptuales entre las actividades del futuro CEMLA con el mandato y las funciones de la también naciente CEPAL, que registra Turrent, tienen interés histórico y relevancia práctica actual. En una mirada retrospectiva a una evolución de más de medio siglo, tanto del CEMLA como de las entidades asociadas, vemos que la no duplicación de tareas se ha favorecido de un entorno institucional que, en muchas partes, ha promovido la concentración de las actividades de los bancos en temas directamente relacionados con la política monetaria, cambiaria y crediticia.

La tercera, es bueno ver como muchos de los avances que eran sólo una aspiración del CEMLA hace 60 años se han ido consolidando a lo largo del tiempo gracias a la labor conjunta de la entidad y los organismos afiliados. Un aspecto destacable es que el tono motivacional de esa colaboración pasó de ser una forma de superar limitaciones a convertirse en una oportunidad de apoyarnos en las fortalezas reconocidas de colegas y contrapartes. Por ejemplo, los considerandos de la creación del CEMLA hacen constante referencia a los obstáculos que surgían por la diferencia de idioma, las limitaciones en las capacidades académicas del personal y las fuertes restricciones financieras. Por fortuna estos obstáculos han ido quedando en el pasado.

Finalmente, resulta interesante y pertinente comprobar el cambio gradual de las propuestas de cooperación que involucraban la creación de ambiciosas y complejas entidades burocráticas multilaterales, para dar paso a iniciativas pragmáticas de colaboración con horizontes temporales bien definidos, objetivos mejor delimitados y una sana conciencia de la necesidad de obtener el máximo beneficio de los recursos públicos involucrados.

En resumen, durante sus años de existencia, el CEMLA ha sido un escenario propicio para un continuo examen de las actividades de bancos colegas (y de mejores prácticas institucionales), y por ello ha sido un soporte valioso para la difusión y aceptación de los principios básicos de gobierno de la banca central en muchos de nuestros países. No tengo duda de que las actividades promovidas por el Centro en el transcurso de estos años han tenido efecto en la modernización de las autoridades monetarias de la región y, por consiguiente, en los notorios avances en la lucha contra la inflación, fenómeno que por fortuna está cada vez menos asociado con las economías de la región.

Cooperación y estabilidad macroeconómica

Dentro del amplio espectro de posibilidades de apoyo mutuo entre bancos centrales, es innegable que los mayores beneficios se obtienen

de uno de los mecanismos aparentemente más sencillos de cooperación, el de compartir información sobre las diversas experiencias en el ejercicio de nuestra actividad. Esta tarea, que parece elemental, es el principal motivo de las convocatorias que periódicamente nos hace el CEMLA, y nuestro reto es hacer estas ocasiones cada vez más productivas, dedicando su temática a cuestiones que contribuyan efectivamente al logro y mantenimiento de la estabilidad macroeconómica. Evitar la inestabilidad monetaria y financiera de una nación es una preocupación no sólo de los ciudadanos del país sino, crecientemente, de los de sus socios comerciales o de inversión.

Un mundo cada vez más global probablemente hace más complejo el aseguramiento de la estabilidad financiera; por ejemplo, en los últimos años se han generado en la región unos flujos cruzados de comercio e inversión que nos han llevado a grados de integración e interdependencia sin precedente. Ello implica un sinnúmero de posibilidades de crecimiento y de mejoramiento de las condiciones de vida de grandes segmentos de nuestras poblaciones, pero puede aumentar también de manera considerable los costos de las crisis. Consideremos, por ejemplo, algunos de los retos que surgen por nuevas modalidades de interacción de las economías, retos que exigen una activa cooperación global entre las autoridades económicas.

En efecto, como parte de sus procesos de desapalancamiento y reestructuración, entidades financieras de los países desarrollados han vendido algunos de los activos y negocios que tenían en países emergentes. En muchos casos los compradores han sido entidades financieras de estas últimas economías, lo cual implica nuevos desafíos para los organismos de supervisión y regulación de nuestros países. En el caso colombiano, por ejemplo, nos hemos encontrado con que grupos financieros nacionales controlan hoy intermediarios financieros y administradores de fondos de pensiones en varios mercados latinoamericanos. Nuestra regulación y nuestro modelo de supervisión fueron formulados principalmente para un escenario en el que agentes del exterior fueran propietarios de parte del sistema financiero local, no para la situación que he descrito.

Entre las inquietudes ante este nuevo fenómeno podemos mencionar las siguientes: ¿tenemos información oportuna y adecuada sobre los riesgos de liquidez, de crédito y de mercado que enfrentan los bancos colombianos en el exterior?, ¿entendemos bien los marcos regulatorios y los modelos de protección financiera que rigen en los países donde ellos han invertido?, ¿podemos calcular y consolidar apropiadamente los descalces de moneda que pueden enfrentar los intermediarios colombianos una vez que tomamos en cuenta sus activos del exterior?

Por supuesto se trata de un tema relevante tanto para los países receptores de las inversiones como para las sedes de los inversionistas. Los países receptores tienen que volver a calibrar, entre otros, sus instrumentos de control, sus facilidades para provisión de liquidez, sus mecanismos de apoyo para entidades en dificultades. Los países de origen, por su parte, tienen que reevaluar adecuadamente la vulnerabilidad de su sistema financiero y valorar las implicaciones fiscales, cambiarias y monetarias de esta nueva exposición. En ambos casos surge un nuevo canal de contagio que debe ser adecuadamente entendido y monitoreado.

Estamos entonces frente a una situación en la que la propiedad de muchas entidades financieras de países emergentes puede estar en manos de agentes cuyos organismos de control y supervisión, en sus países de origen, pueden estar preparados para actuar en el ámbito nacional, pero no tienen ni la experiencia ni los recursos para enfrentar riesgos sistémicos de escala regional. Este es un tema que exige la interacción comprometida de las autoridades de diversas naciones, y creo que es un campo en el que la cooperación por medio del CEMLA puede ser útil.

Por supuesto, son numerosos los campos relacionados con la estabilidad financiera en los cuales podemos intensificar el intercambio de ideas y experiencias con la ayuda del CEMLA. Por ejemplo, estoy seguro de que en varios de nuestros bancos los indicadores de alerta temprana han revelado desequilibrios o vulnerabilidades financieras. O se han hecho trabajos para identificar mecanismos de transmisión de las crisis, tanto en lo interno como en lo externo, o de riesgos sistémicos

que hasta hace poco no habían sido monitoreados o cuyo seguimiento era insuficiente. Como sabemos, nadie tiene certeza sobre dónde ni cuándo aparecerá la próxima crisis financiera internacional, ni en qué condiciones macroeconómicas nos sorprenderá, pero todos debemos prepararnos desde ya para evitarla o enfrentarla. Una forma de hacerlo es continuar discutiendo de manera abierta y detallada estos temas que he mencionado y otros, dirigidos a la prevención de la crisis, al igual que recordar los instrumentos y las estrategias que las autoridades de nuestros países han empleado para superar desequilibrios en el pasado.

Si nos concentramos en la estabilidad monetaria, no tengo duda de que podemos seguir beneficiándonos al compartir (y profundizar) nuestro conocimiento sobre los mecanismos de transmisión de la política monetaria en los diferentes países, la influencia de los movimientos de los tipos de cambio en el nivel de precios, o la manera como afectan al gasto y la inflación las variaciones de la tasa de interés de intervención. La respuesta a estas inquietudes está en el fondo de un tema que empieza a adquirir la mayor importancia para nuestras funciones, el de la frecuencia e intensidad del uso de medidas diferentes de los cambios en la tasa de interés del banco central como instrumento para afectar el crédito y la demanda agregada. Las autoridades monetarias se mueven en un rango de marcada preferencia por el uso de la tasa de interés o por la aplicación de medidas macroprudenciales. En qué punto de este rango nos situamos tiene que ver tanto con los métodos de control de inflación imperantes, como con los diversos estadios de desarrollo y profundidad de los respectivos mercados financieros, y creo que todos tendríamos algo que aportar y aprender si traemos también estos temas a nuestras discusiones.

En esta lucha por la estabilidad de precios también es fundamental el conocimiento de mercados clave para la operación de la política monetaria. Consideremos, por ejemplo, el caso de los mercados cambiarios, cuya estructura se ha trastocado profundamente en un buen número de economías durante los últimos años. ¿Podemos decir hoy que conocemos bien cuál es la organización de estos mercados en

los países con los que interactuamos? ¿Sabemos qué agentes participan en ellos, quiénes transan directamente con el banco central y en qué condiciones? ¿Qué modalidades particulares adoptamos para las transacciones con el gobierno? ¿Qué tamaños y qué dinámicas se registran en los mercados de derivados?

De lo regional a lo multipolar

Para cumplir con la tarea de fortalecer los canales de comunicación de experiencias técnicas relevantes para mantener la estabilidad macroeconómica, condición necesaria para alcanzar crecimientos altos y sostenidos con equidad, es afortunado que en los años recientes los miembros de este foro hayamos multiplicado nuestros contactos en el plano técnico en una amplia gama de áreas de actividad de los bancos centrales, en eventos que convocan no sólo a las entidades propiamente dichas, sino a un conjunto cada vez más incluyente de organizaciones relevantes. Esta red de organismos asociados y de observadores permite aproximaciones del más alto nivel técnico en temas especializados.

Uno de los grandes logros de los últimos años, por ejemplo, es el establecimiento de relaciones estrechas con organismos de fuera de la región, entre los que quisiera destacar al SEACEN. En un mundo globalizado y multipolar, los problemas no se limitan a una determinada región ni son exclusivos de un determinado tamaño de las economías. Asimismo, experiencias geográficamente distantes encierran un potencial de aplicación mayor de lo que se suponía en el pasado, aun para economías en etapas disímiles de avance, con diversas escalas de mercado y diferente grado de integración internacional. El BPI, que cuenta con una oficina localizada en México, y del cual hacen parte seis países de la región, también es un socio valioso para aumentar la diversidad de experiencias y la calidad de los trabajos que se debaten en los diferentes foros organizados por el CEMLA.

Por supuesto, la base fundamental de las políticas en favor de la estabilidad económica son los estudios que hacen nuestros equipos


técnicos. Por lo tanto, la mejora de la calidad de la investigación económica es una de las preocupaciones centrales de las directivas de los bancos centrales. La revisión por pares es un elemento central para este propósito. En la medida en que colaboremos mutuamente en la revisión, la evaluación y los comentarios de trabajos originales de investigación, todos tenemos la oportunidad de mejorar el conocimiento de nuestros profesionales y de avanzar en el cumplimiento de una de las tareas que se propusieron nuestros antecesores: dar resonancia a los estudios y las ideas originados en la región.

El CEMLA probablemente puede participar de manera activa en este intercambio de conocimiento, por ejemplo manteniendo bancos de datos internacionales de expertos en temas específicos de banca central, e incluso actuando como una especie de *caja de compensación* de evaluaciones de pares. Para esto último, los departamentos de Estudios Económicos de los distintos bancos tendrían que hacer llegar sus trabajos al CEMLA para que este, en un ambiente de confidencialidad y seguimiento apropiados, coordine los comentarios independientes y anónimos de documentos seleccionados.

Igualmente, el CEMLA puede actuar como intermediario eficiente para la recolección de trabajos técnicos, no necesariamente publicados, elaborados por las entidades afiliadas para resolver cuestiones prácticas que pudieran tener interés para otros miembros. Me refiero a temas como innovaciones en mediciones estadísticas, la formulación de indicadores que ya mencioné o la aplicación de medidas de seguimiento y control. El contacto del CEMLA con los centros de estudios de las entidades afiliadas o con organizaciones internacionales como las mencionadas puede agilizar y enriquecer estos intercambios de información y, por ende, la generación de conocimiento pertinente para el desempeño de nuestras tareas.

Conclusiones

Estoy seguro de que en el transcurso de nuestras jornadas de trabajo se harán evidentes otros aspectos donde hay posibilidades de

beneficio mutuo en la actuación conjunta de las entidades aquí representadas. El objetivo es hacer de este un foro que contribuya a la estabilidad monetaria y financiera de nuestros países y, por ende, al bienestar de la gente evitando que las reuniones se vuelvan una rutina y apuntando al más exigente nivel técnico. Me agrada pensar que nuestra presencia aquí es una demostración de que el ingrediente principal para que estas iniciativas tengan un buen efecto, a saber, la convicción de que unidos podemos hacer más y mejores tareas, está más vivo que nunca, después de 60 años de valiosas experiencias. 



Panel 1
**Estabilidad monetaria
internacional y cooperación
entre bancos centrales**

Presentación

De más está decir que las posturas de política de los principales bancos centrales influyen en los mercados globales y en la política monetaria del resto del mundo. Pero el alcance de estos efectos diseminadores se incrementó de manera drástica en el periodo posterior a la crisis. La estabilización después de la crisis comenzó con medidas extraordinarias para apoyar a los mercados financieros estadounidenses y a la expansión y extensión del programa bilateral de canjes de la Reserva Federal.¹ Este programa llegó a incluir no sólo a los países del G4 y a Canadá, sino también a un conjunto de países europeos, además de Australia y Nueva Zelanda, y a los principales centros financieros de los mercados emergentes en Brasil, Corea, México y Singapur. Las acciones conjuntas de los bancos centrales del G4 hasta la relajación cuantitativa 1 (QE1 por sus siglas

¹ Para detalles sobre los diversos programas emprendidos por el Banco de la Reserva Federal de St. Louis, ver *The Financial Crisis – A Timeline of Events and Policy Actions*, <<http://timeline.stlouisfed.org/index.cfm?p=home>>.

Socio y director de Investigación-Mercados Emergentes, Tandem Global Partners.

en inglés) en marzo de 2008, se consideraron, en términos generales, como benignas y constructivas en el plano mundial.² Sin embargo, con la relajación cuantitativa 1 que se extendió hasta marzo de 2010, y especialmente durante la relajación cuantitativa 2 (QE2), a partir de su anuncio el 27 de agosto de 2010 en Jackson Hole, los efectos diseminadores fueron considerados negativos, en términos generales, para los mercados emergentes.

Si bien persiste la controversia, la investigación realizada por el Banco de Inglaterra y la Reserva Federal ha demostrado, creo que de manera persuasiva, que la relajación cuantitativa tuvo efectos beneficiosos para sus respectivas economías nacionales.³ La relajación cuantitativa indujo mejoras en los precios de los activos y mayores tomas de riesgo financiero, lo cual a la postre ocasionó que se expandiera la producción y el empleo. En este aspecto, contribuyó al crecimiento global. Sabemos, a partir de una serie de análisis sobre los efectos diseminadores realizados por el FMI, que los choques en la

² Para una evaluación temprana y positiva de los programas bilaterales de canje de la Reserva Federal, ver James McAndrews: "Segmentation in the U.S. Dollar Money Markets during the Financial Crisis", Banco de la Reserva Federal de Nueva York, mayo de 2009 <http://www.frbatlanta.org/filelegacydocs/seminars/seminar_mcan-drews_052009.pdf>.

³ Ver, por ejemplo, George Kapetanios, Haroon Mumtaz, Ibrahim Stevens y Konstantinos Theodoridis, *Assessing the Economy-wide Effects of Quantitative Easing*, Working Paper, núm. 443, Bank of England, enero de 2012 <<http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/workingpapers/wp443.pdf>>, y Jonathan Bridges y Ryland Thomas, *The Impact of QE on the UK Economy –Some Supportive Monetarist Arithmetic*, Working Paper, núm. 442, Bank of England, enero de 2012 <<http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/Forms/DispForm.aspx?id=5416>>.

Para Estados Unidos, Michael Bauer y Glenn Rudebusch, *The Signaling Channel for Federal Reserve Bond Purchases*, Working Paper, núm. 2011-21, Banco de la Reserva Federal de San Francisco, septiembre de 2011 <<http://www.frbsf.org/publications/economics/papers/2011/wp11-21bk.pdf>>, y Hess Chung, Jean-Philippe Laforte, David Reifschneider y John Williams, "Estimating the Macroeconomic Effects of the Fed's Asset Purchases", *Economic Letter*, núm. 2011-03, Banco de la Reserva Federal de San Francisco, enero de 2011 <<http://www.frbsf.org/publications/economics/letter/2011/el2011-03.pdf>>. Ver también Vasco Cúrdia y Michael Woodford, *The Central-bank Balance Sheet as an Instrument of Monetary Policy*, NBER Working Paper, núm. 16208, julio de 2010 <<http://www.nber.org/papers/w16208>>.

economía de Estados Unidos, y en los mercados financieros en particular, son el efecto diseminador más importante para la economía mundial (dejando de lado un eventual colapso del euro que hoy parece poco probable).⁴ De esta manera, las acciones de la Reserva Federal y, en cierto punto, las del Banco de Inglaterra y del Banco Central Europeo tuvieron importantes efectos diseminadores de carácter positivo para el comercio global.

Sin embargo, la liquidez mundial y los efectos de la política monetaria *no convencional* para reducir el riesgo también tuvo otros efectos. El precio de las materias primas subió drásticamente, en especial luego de la QE2 en 2010. Los índices de materias primas tuvieron un aumento de aproximadamente un 50% entre junio de 2010 y abril de 2011, superando los niveles de los incrementos máximos anteriores en 2007.^{5, 6} En los mercados emergentes, en países como China y

⁴ FMI, "United States - Spillover Report - 2011 Article IV Consultation", IMF Country Report, núm. 11/203, julio de 2011 <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2011/cr11203.pdf>>. FMI, "Euro Area Policies: Spillover Report for the 2011 Article IV Consultation and Selected Issues", IMF Country Report, núm. 11/185, julio de 2011 <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2011/cr11185.pdf>>.

⁵ El índice CMCI de precios en dólares de Bloomberg: el precio de contado varió un 53.2% entre el 7 de junio de 2010 y el 8 de abril de 2011; el promedio móvil del precio a 30 días cambió un 44% entre el 25 de junio de 2010 y el 4 de mayo de 2011.

⁶ Si bien los mercados operaron según la correlación esperada entre QE, liquidez expandida y precios de las materias primas, y si bien *a posteriori* existe una clara correlación entre estas variables, no hay una causalidad simple entre la tendencia en los precios de las materias primas y la política monetaria en el G3. Posiblemente otros factores pudieron también estar presentes. Para analizar los argumentos en este sentido, ver por ejemplo, Ben S. Bernanke, "Remarks" en la International Monetary Conference, Atlanta, Georgia, 7 de junio de 2011 <<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20110607a.htm>>. Respecto al tema del impacto frente a los efectos a más largo plazo, ver Ruven Glick y Sylvain Leduc, *Central Bank Announcements of Asset Purchases and the Impact on Global Financial and Commodity Markets*, Documentos de Trabajo, núm. 2011-30, Banco de la Reserva Federal de San Francisco, diciembre de 2011. "En nuestro análisis, también demostramos que, en general, los precios de las materias primas tendían a bajar los días de anuncios, especialmente durante LSAP1 [QE1]. Nuestros resultados sugieren que los participantes del mercado consideraban a los anuncios LSAP de la Reserva Federal como indicadores de un crecimiento económico inferior para el futuro de Estados Unidos, lo cual reducía conjuntamente las tasas

Chile o Sudáfrica y Turquía, la inflación real y esperada aumentó rápidamente, en algunos casos llevando a revocaciones prematuras en la postura monetaria; además, el dólar estadounidense se depreció también rápido y hubo un alza de los flujos de capital y de los movimientos especulativos de divisas que favorecieron a las monedas de los principales mercados emergentes. No sólo en Brasil, Chile y Colombia, sino también en la India, Indonesia y en Asia excepto Japón, hubo apreciaciones que empeoraron por el ajuste lento de la moneda de China. La respuesta fue una tendencia a la intervención, a la reintroducción de controles de capital y –en casos extremos, en Brasil, Indonesia y Turquía– a cambios en los marcos macroeconómicos hacia prácticas mucho más inciertas y cuestionables, alejadas del trípode de tipo de cambio flexible, régimen de metas de inflación y anclaje fiscal relativamente sólido.⁷ No sugiero con esto que los acontecimientos externos fueron los que motivaron estos cambios de política. En los tres casos, estuvieron motivados principalmente por sucesos internos. Pero el telón de fondo externo y especialmente las políticas de los bancos centrales del G4 desempeñaron un papel significativo en estos cambios.


La implosión de la gigantesca crisis del euro en el verano de 2011 revirtió el curso de la economía global y cambió el ímpetu de la transición global del crecimiento a la recesión y de la inflación a la deflación. Pero para entonces ya se había producido el daño y los bancos centrales de la mayoría de los mercados emergentes habían cambiado. Para protegerse, Chile, Colombia, la República Checa, Israel, Corea, México y podría decirse que también Polonia protegieron sus regímenes de meta de inflación. Chile y Corea hasta lograron ajustar sus

de interés a largo plazo, el valor del dólar y el precio de las materias primas los días en los que se daban a conocer las noticias sobre las medidas” <<http://www.frbsf.org/publications/economics/papers/2011/wp11-30bk.pdf>>.

⁷ Revirtiendo sus objeciones de larga data respecto a los controles de capital, el FMI justificó estas prácticas en las circunstancias especiales posteriores a la crisis y posteriores a la QE. Ver Gilbert Terrier *et al.*, *Policy Instruments to Lean against the Wind in Latin America*, Documentos de Trabajo del FMI, núm. WP/11/159, julio de 2011 <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11159.pdf>>; disponible en traducción al español en *Boletín del CEMLA*, vol. LVIII, núm. 1, enero-marzo de 2012, pp. 13-67.

posiciones fiscales a su situación previa a la crisis de superávit. Por otra parte, como es sabido, el Banco Nacional de Suiza fijó el tipo de cambio, gravó los depósitos de los extranjeros y actuó para salvaguardar a la economía de la ola de inversionistas europeos que buscaban un refugio para su dinero.

Siempre ha sido un tema desconcertante en el debate sobre la meta de inflación el de cómo abordar el tipo de cambio dentro de los regímenes de meta de inflación (ya sea como algo endógeno o como un cuasi-instrumento explícito).⁸ La transición total de los regímenes con intervención o de los regímenes que *de facto* se alejan de la meta de inflación posiblemente será un subtexto de nuestras discusiones. Pero para poder ser más específico, permítanme finalizar parafraseando una visión de consenso en los mercados financieros. El estratega *representativo* diría algo como lo siguiente: “Durante las instancias previas a la QE, se produjo una apreciación de las monedas de los mercados emergentes debido al exceso de liquidez. Si se materializara una GE3 en Estados Unidos, aumentaría la posibilidad de recortar las tasas en México, especialmente si se desacelera el crecimiento interno con la pérdida de competitividad”.

Por lo tanto, está en la mente de todos la interconexión de la política monetaria. Creo que la mayoría de los mercados consideran esto como la consecuencia de que los bancos centrales dominantes hagan lo que tienen que hacer o lo que piensan que es lo mejor para responder a sus mandatos internos. No se trata exactamente de cooperación, pero son poderosas las implicaciones. Para debatir estos temas y otros, el CEMLA ha reunido a un panel extraordinario. 

⁸ Ver, por ejemplo, Lars Svensson, *Inflation Targeting after the Financial Crisis*, Banco Central de Suecia, febrero de 2010 <<http://people.su.se/~leosven/papers/100212e.pdf>>, y Kenneth Kuttner y Adam S. Posen, *How Flexible Can Inflation Targeting Be and Still Work?*, Discussion Paper, núm. 34, Banco de Inglaterra, octubre de 2011 <<http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/externalmpcpapers/extmpcpaper0034.pdf>>.



Josh Felman

La cooperación entre bancos centrales y el sistema monetario internacional: las lecciones de Europa

Estamos aquí para celebrar un importante aniversario: el 60° aniversario del CEMLA. Esta ocasión es relevante por dos razones. En primer lugar porque 60 años es mucho tiempo; ciertamente vale la pena celebrar a cualquier institución que haya logrado perdurar por tanto tiempo. Segundo, porque el CEMLA está dedicado a una meta: la cooperación de la banca central, que es sumamente importante para el sistema monetario internacional. La cooperación de la banca central ha sido fundamental para resolver los problemas de los últimos años. Y será más importante aún en los años venideros, si queremos superar los problemas del siglo XXI.

El hecho de que el CEMLA haya existido por más de medio siglo nos recuerda que la cooperación de la banca central no es una idea

Director Adjunto, Departamento de Investigación, Fondo Monetario Internacional (FMI). Este artículo no debe considerarse como representativo de las opiniones del FMI. Las opiniones vertidas aquí son exclusivas del autor y no necesariamente expresan las del FMI o la política del FMI.

nueva. Realmente, los orígenes de la cooperación de la banca central son casi tan antiguos como los bancos centrales mismos. Por lo tanto, si queremos pensar cómo podría y debería funcionar la cooperación de la banca central en el siglo XXI, lo primero que debemos hacer es examinar este rico legado, para entender cómo ha operado realmente la cooperación en el pasado. Ya que la banca central se originó en Europa, y como Europa sigue siendo hasta hoy la vanguardia de experimentos en cooperación internacional, es particularmente útil examinar la experiencia de este continente. Todos deberíamos tomar lecciones de lo que sucedió en Europa, para ver qué podemos aprender.

Uno de los ejemplos más notables de la cooperación de la banca central europea data del decenio de 1820. Quizás no es de sorprender que dicha cooperación surgiera en respuesta a acontecimientos en América Latina. Luego de las guerras napoleónicas, la economía mundial empezó a progresar, generando una gran demanda de minerales y productos agrícolas provenientes del nuevo mundo. Las exportaciones desde América Latina comenzaron a aumentar rápido, incitando a las empresas a invertir en la infraestructura de la región, especialmente en ferrocarriles, canales y alumbrado a gas. Estas inversiones se financiaron en gran medida con la venta de acciones en Londres. Como los inversionistas británicos estaban convencidos de que estas acciones eran el camino a la riqueza, se dispararon los precios de las acciones en el mercado de valores de Londres, *cuadruplicando* su valor en los dos años anteriores a 1825.

Pero algunos de esos proyectos de infraestructura no dieron resultados. Otros resultaron fraudulentos. En ese momento, la burbuja explotó y los bancos empezaron a quebrar. A medida que los inversionistas entraban en pánico, los lingotes de oro comenzaban a salir uno tras otro del Banco de Inglaterra. En muy poco tiempo, se desplomaron las reservas de oro del Banco, que pasaron de 14 millones de libras esterlinas a apenas dos millones de libras. En este momento parecía que el Banco necesitaría suspender la convertibilidad. Pero entonces entró en escena el Banco de Francia. Le prestó al Banco de Inglaterra reservas de oro y así apaciguó el pánico.

Aun hoy, a dos siglos, este ejemplo de cooperación internacional sigue pareciendo asombroso. Es increíble que sólo unos pocos años después de ser humillada por los británicos en las guerras napoleónicas, Francia estuviera dispuesta a rescatar a su antiguo enemigo. Y parece igualmente increíble que la orgullosa Gran Bretaña aceptara ser rescatada por Francia. Pero esto fue lo que sucedió, porque ambos bandos fueron conscientes de la importancia de contener el pánico de la banca internacional y de sostener el sistema monetario internacional.

Pasemos rápidamente al siglo XXI y consideremos el caso más sorprendente de cooperación internacional de nuestra era: la Unión Monetaria Europea (UEM). La UEM se fundó sobre la idea de que era posible crear una moneda común y un mercado financiero regional integrado, y que al mismo tiempo cada uno de los países miembro retuviera su soberanía, la cual incluía la responsabilidad por su propia estabilidad financiera y fiscal. Esta estructura única fue puesta a prueba luego de la crisis financiera global; y demostró ser deficiente. Resultó imposible para la zona del euro ignorar los problemas de estabilidad de los países individuales porque la integración financiera implicó que los problemas de un país se transmitieran rápidamente a los otros. Por lo tanto, Europa rápidamente se enfrentó a un dilema: podía abandonar su meta de integración financiera o profundizar su cooperación.

Eligió mayor cooperación. Esto es, eligió crear nuevas instituciones que abarcaran a toda la zona del euro para respaldar al sistema financiero de esa moneda. En particular, aceptó transferir a instancias europeas la responsabilidad de la estabilidad financiera, adoptando un solo mecanismo regulatorio y de supervisión. Pero el diseño de una nueva institución en medio de la crisis resultó muy arduo, ya que la tarea generó un sinfín de preguntas difíciles las cuales inevitablemente necesitan de tiempo para responderse. Mientras esto sucede, se está fragmentando el sistema financiero europeo. En 2011, las tasas de préstamos bancarios en cada uno de los países comenzaron a discrepar de manera significativa, y a pesar de los esfuerzos considerables por restablecer la unidad financiera, hoy las divergencias siguen siendo marcadas.

Lo mismo que sucede con Europa sucede con la economía internacional. Al igual que en Europa, hubo un importante aumento de la integración financiera internacional durante el primer decenio del milenio, aun cuando los países individuales retenían la responsabilidad de preservar la estabilidad financiera. La integración financiera había estado creciendo desde hacía bastante tiempo atrás, sin dudas, pero a un ritmo pausado. En los principales países avanzados, los activos y pasivos internacionales seguían representando una proporción estable del PIB en los años setenta, antes de pasar a tener un aumento relativo en los ochenta y comienzos de los noventa, cuando se desmontaron los controles de capital. Entonces, en el decenio anterior a la crisis financiera global, de repente los activos y pasivos internacionales se acumularon y llegaron a duplicarse como proporción del PIB de muchos países, alcanzando más de nueve veces el producto en el Reino Unido y Suiza.

¿Qué estaba impulsando este incremento repentino? En gran medida, las mismas concepciones erróneas de los inversionistas del decenio de 1820. Los bancos de todo el mundo vieron la oportunidad de obtener grandes beneficios en la periferia de Europa, sin riesgo de devaluaciones, ya que estos países ahora formaban parte de la zona del euro. Del mismo modo, los bancos vieron la oportunidad de obtener activos tales como obligaciones de deuda garantizada (CDO por sus siglas en inglés) *subprime* en Estados Unidos pensando que eran tan seguras y líquidas como los activos AAA, pero sabiendo que pagaban mucho más que los bonos del Tesoro estadounidense. Por lo tanto, tomaron préstamos a corto plazo en dólares para acumular dichos activos. Cuando quedó demostrado que su idea era errónea —cuando se vio que estos activos eran un fiasco— se retiró el financiamiento a corto plazo en dólares, con lo cual hubo una escasez de dólares que se sintió en todo el mundo. Y mientras esto ocurría, la economía mundial se detuvo.

Así como Europa descubrió con el experimento de la UEM que la integración financiera había ligado sus destinos económicos inextricablemente, el resto de los países del mundo llegó a la misma conclusión.

¿Cómo reaccionaron? En gran medida, como casi siempre: cooperando entre sí. Rápidamente los bancos centrales tejieron una red de líneas de canje que diseminaron por el mundo la liquidez en dólares, y por lo tanto restablecieron la estabilidad de la economía mundial. Una vez más, la cooperación entre la banca central resultó fundamental para abordar una crisis. Pero fue una solución *ad hoc*. Los criterios para determinar cuáles eran los bancos centrales aptos para líneas de canje estuvieron lejos de ser claros. Y las líneas eran explícitamente temporales. Como resultado de ello, ningún país sabía con certeza si las líneas de canje estarían disponibles para él en el futuro, en caso de que las necesitara.

Por lo tanto, los bancos centrales optaron por generar sus propias reservas en dólares. Esta tendencia ha sido especialmente marcada entre las economías de mercado emergentes (EME). En realidad, existen muchas razones por las cuales los mercados emergentes han acumulado reservas. Hasta cierto punto, las acumulaciones han pasado inadvertidas, como resultado de la constante compra de divisas ante prolongados periodos de ingreso de capital. Pero pareciera que el deseo de autoasegurarse ha desempeñado un papel primordial en la generación de reservas, a juzgar por las declaraciones hechas por los mismos bancos centrales, y el momento elegido para realizar estas acumulaciones. A mediados de los años noventa, las reservas de los mercados emergentes representaban sólo un 10% del PIB. Pero luego de la crisis mexicana y de la asiática, las EME rápidamente incrementaron sus tenencias, las cuales alcanzaron un 25% de su PIB en el año 2007. Después, en apenas unos pocos años posteriores a la crisis financiera global, aumentaron sus reservas a casi un 35% del PIB.

Sin embargo, esta solución está lejos de ser óptima porque requiere que los países renuncien al consumo. Esto es claramente evidente en países que acumulan reservas operando con superávit por cuenta corriente, ya que esto implica que están consumiendo menos de lo que producen. Pero lo mismo sucede con los países que acumulan reservas acopiando todas las entradas de capital. Esto es porque este tipo de transacciones son costosas. En apariencia, podrían parecer

simples canjes de activos de capital: los extranjeros acumulan activos en las EME, mientras los bancos centrales de las EME adquieren activos de reserva en las economías avanzadas. Pero los rendimientos sobre los activos de reserva que obtienen las EME son muy inferiores a los que tienen que pagar por sus pasivos, ya que los activos de reserva ofrecen un beneficio no pecuniario: la capacidad de ser convertidos rápida y fácilmente en una moneda de reserva, con una pérdida mínima de su precio.

En otras palabras, el valor de seguro de las reservas tiene un costo para los países individuales. También hay un costo para el sistema monetario internacional. Cuando los bancos centrales acumulan grandes cantidades de reservas, afectan el precio de los activos y los tipos de cambio, y a menudo distorsionan inadvertidamente los precios de mercado.

El problema empeora. Existe una paradoja en el núcleo del sistema actual, similar al dilema de Triffin del sistema de Bretton Woods luego de la Segunda Guerra Mundial. El dilema de Triffin era que Estados Unidos tenía que cumplir con la demanda creciente de reservas de los otros países operando con déficits en cuenta corriente. Pero los déficits persistentes y las cantidades crecientes de pasivos en dólares terminaron minando la confianza en el tipo de cambio del dólar. La paradoja del sistema actual es similar. Los mercados emergentes están creciendo rápidamente, lo cual implica que su demanda de activos de reserva emitidos por los países avanzados está creciendo de prisa. Para satisfacer esta demanda, los países avanzados necesitan emitir cantidades crecientes de títulos, proceso que podría eventualmente llevar a un aumento de sus acervos de deuda más allá de lo que indica la prudencia. En pocas palabras, paradójicamente, la demanda voraz por activos seguros está convirtiéndolos en activos riesgosos.

Hay una solución obvia para este problema: la misma solución que fue adoptada en Europa. Parte de la responsabilidad para la estabilidad financiera podría transferirse a las instituciones internacionales. En vez de que los países se autoaseguren, el seguro podría ser proporcionado por un depósito (*pool*) de reservas, que podrían usarse para

proporcionar líneas de crédito institucionalizadas. Como este depósito podría aprovechar la diversificación del riesgo —no todos los países estarían solicitando las reservas al mismo tiempo—, podría ser menor y por lo tanto menos costoso que la suma de las reservas nacionales a las cuales reemplazaría. Las líneas de crédito podrían establecerse mediante la organización que fue creada para tal fin: el FMI.

En realidad, el FMI ya ha dado importantes pasos hacia este tipo de acuerdos. Desde la crisis financiera global, el FMI ha expandido sus recursos disponibles para préstamos y ha hecho que sus instrumentos sean más flexibles. En especial los siguientes instrumentos:

- La Línea de Crédito Flexible (LCF), que permite a los países con una tradición de políticas y fundamentos económicos muy sólidos solicitar una LCF cuando encuentren presiones potenciales o efectivas a la balanza de pagos, obteniendo acceso a recursos del FMI sin condiciones permanentes.
- La Línea de Precaución y Liquidez y (LPL), que ofrece financiamiento para cumplir con las necesidades potenciales o reales de balanza de pagos de países que aplican políticas acertadas, con condiciones *ex post* focalizadas en abordar las vulnerabilidades restantes identificadas durante la calificación.

Sin embargo, estos instrumentos no son tan atractivos para las naciones miembro como las reservas propias. Estamos lejos de los beneficios de un depósito internacional de reservas. Y la experiencia de Europa demuestra que el establecimiento de un verdadero prestamista de última instancia genera una serie de preguntas difíciles, tales como:


- ¿Cómo puede contenerse el riesgo moral?
- Si se hiciera a través de la condicionalidad, ¿quién impondría dicha condicionalidad?
- ¿Los problemas de deuda pública se podrían resolver de manera ordenada?
- ¿Cómo se podría resolver el tema de los bancos transfronterizos?

- Y, quizás la pregunta más incómoda, ¿quién ofrecerá el apoyo fiscal para absorber los costos de resolver los problemas de los sectores público y bancario?

Conclusión: las lecciones de Europa

En Europa, al igual que en la economía mundial, la integración financiera se ha dado tan rápidamente y de manera tan profunda que recién estamos comprendiendo sus implicaciones. Pero ya es evidente que el permitir que proceda la integración financiera internacional mientras se mantiene la responsabilidad de cada país de preservar la estabilidad financiera es una receta para tener problemas. Ya hemos visto las consecuencias en Europa.

Por lo tanto, necesitamos una estrategia diferente. Necesitamos responder al aumento de la integración financiera mundial creando instituciones globales, destinadas a reducir los riesgos para la estabilidad financiera y las consecuencias de la inestabilidad. Y necesitamos empezar a hacer esto ahora mismo, antes de que surja otra crisis. Porque, como lo demuestra la experiencia de Europa, es extremadamente difícil hacerlo después.

¿Precisamente, qué es necesario hacer? Sin duda, los bancos centrales necesitarán intensificar su cooperación, formalizando acuerdos de canje. También necesitarán avanzar más allá de la cooperación y hacia algún tipo de integración. Por ejemplo, el FMI podría conformar un fondo común con mayores cantidades de reservas y podría desarrollar más sus líneas de crédito. Podrían armonizarse los regímenes de supervisión, y podrían acordarse las estructuras de resolución de operaciones transfronterizas. Hacerlo no será sencillo. Pero esto no significa que no sea necesario. Si el mundo debe abordar los problemas del siglo XXI, necesita prestar atención a las lecciones del pasado. Necesita aprender de Europa. 

Por cuenta y riesgo del acreedor

Esta presentación trata de un área en la cual la cooperación monetaria internacional ha fallado: el papel de los países con superávit o de los países acreedores en la limitación de los desequilibrios externos. Esto se refiere no sólo a situaciones posteriores a las crisis (cuando las políticas restrictivas en los países deficitarios o endeudados requieren compensar en algo la fuerte demanda externa), sino también a las políticas de crédito de los acreedores anteriores a la crisis. Por eso el título: por cuenta y riesgo del acreedor.

Los desequilibrios en cuenta corriente han aumentado, y los activos acumulados de activos y pasivos internacionales han crecido de manera desproporcionada. Muchos han argumentado que hay un

Banco de Pagos Internacionales <philip.turner@bis.org>. Los puntos de vista expresados aquí son los del autor y no necesariamente los del BPI. El autor se siente muy agradecido con Stephen Cecchetti, Dietrich Domanski, Enisse Kharroubi, Richhild Moessner, Madhu Mohanty, Carlos Montoro y Elod Takats por sus útiles comentarios. Clare Batts, Gabriele Gasperini, Branimir Gruic, Emese Kuruc, Denis Pêtre y Jhuvesh Sobrun brindaron ayuda valiosa en la preparación del artículo.

fuerte lazo entre los desequilibrios y la estabilidad financiera.¹ Una cita es suficiente:

Los mercados financieros ahora han brindado dos señales muy fuertes de la existencia de un desequilibrio subyacente en la economía mundial. [...] El problema central es la presencia de desequilibrios internacionales masivos. Estados Unidos, sobre todo debido al aumento pronunciado en el déficit del presupuesto federal, ha estado gastando mucho más de lo que puede producir [...] pero los países con superávit [Japón, Alemania y los países de industrialización reciente de Asia] [...] han confiado demasiado en el crecimiento derivado de la exportación. Si estos desequilibrios no se [abordan], una tercera crisis de los mercados podría ser más grave que cualquiera de las anteriores.

Estas palabras podrían haberse escrito ayer. Los dos choques pueden ser el colapso de Lehman a fines del año 2008 y la crisis de la zona del euro desde mediados del año 2010. Pero fueron escritas por un distinguido grupo internacional de economistas en diciembre de 1987. Los dos choques fueron la baja del 30% en los precios de los bonos estadounidenses al comienzo del año y la caída del mercado de acciones de 1987.²

En un congreso convocado por el Banco de Francia en el año 2010, muchos gobernadores de bancos centrales importantes expresaron preocupaciones muy similares. Subrayaron los lazos fuertes entre los desequilibrios mundiales y la estabilidad financiera (Banco de Francia, 2011). Muchos hicieron eco de la advertencia de Carstens de que “[sin] acuerdo en cuanto a las soluciones de los desequilibrios subyacentes, podríamos estar sembrando las semillas de una nueva crisis, potencialmente más devastadora.”

¹ Ver en especial los documentos preparados para la Iniciativa del Palais-Royal en Boorman e Icard (2011).

² Institute for International Economics, “Resolving the Global Economic Crisis”, declaración de 28 economistas de 14 países, diciembre de 1987.

Desequilibrios mundiales: economía real contra finanzas

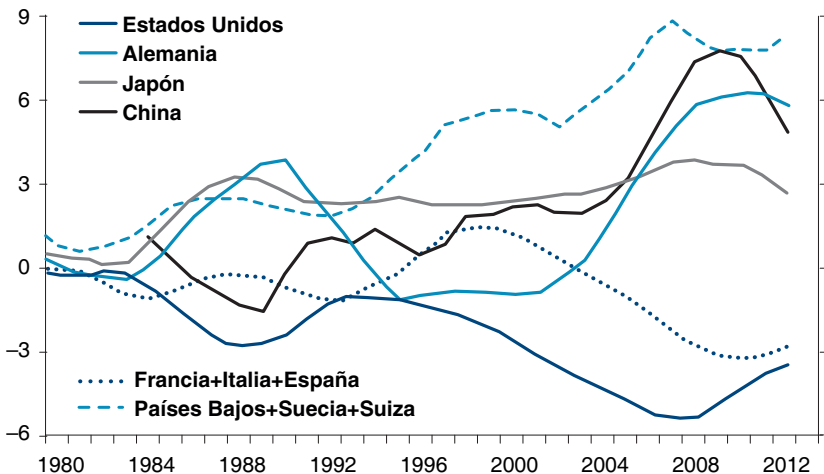
Los desequilibrios mundiales se extendieron de manera considerable en el decenio previo a la crisis reciente. La gráfica 1 muestra promedios variables de cinco años de las posiciones de cuenta corriente de seis países o grupos de países. La mayor divergencia desde mediados de los años noventa es indudable, y mucho mayor que los desequilibrios de finales del decenio de los ochenta que tanto preocuparon en aquel momento. El patrón de desequilibrios entre países en la actualidad no es tan diferente del patrón en el decenio de los ochenta.

En el área macroeconómica, la persistencia de desequilibrios es sorprendente. Los modelos macroeconómicos simples sugieren que los desequilibrios deberían autoestabilizarse y contener las semillas de su propia corrección. Los modelos monetaristas suponen que los

Gráfica 1

DESEQUILIBRIOS EN CUENTA CORRIENTE

(promedio móvil de cinco años, como porcentaje del PIB)



Fuentes: OCDE, *Economic Outlook*; FMI, *World Economic Outlook*; cálculos del BPI.

excedentes por cuenta corriente amplían la masa monetaria y, por consiguiente, estimulan la demanda: esto fue claramente cierto con el patrón oro. Los modelos keynesianos (con tipos de cambio fijos) consideran el excedente en las cuentas corrientes como una inyección de demanda agregada, que a la postre estimula las importaciones y por lo tanto conduce hacia una corrección.

En ambos modelos, la valorización del tipo de cambio real en países con superávit (depreciación en países deficitarios) debería contribuir al reequilibrio internacional. Además, la flexibilidad del tipo de cambio nominal puede fortalecer o acelerar estos mecanismos reequilibradores. Muchos economistas, basados en cualquiera de estos modelos (que a menudo también confían en los tipos de cambio flexibles) han, por lo tanto, descartado preocupaciones con respecto a los desequilibrios.

No obstante, la realidad es muy diferente de estas teorías simples. ¿Por qué? La respuesta es financiera: la naturaleza del financiamiento externo de los desequilibrios crea su propia dinámica. Los desequilibrios a menudo se corrigen no porque los ajustes macroeconómicos sigan su curso, sino por una interrupción repentina en el financiamiento.³ En algún punto, los acreedores se preocupan por la posibilidad de que no se les devuelva el dinero. Por eso, comienzan a rehusarse a financiar a los deudores, y a menudo lo hacen al unísono (*comportamiento de manada*). ¡Con cuánta facilidad puede el optimismo a menudo indiscriminado en los mercados financieros mundiales, que estimula la inversión transfronteriza, convertirse en pesimismo casi universal! Como los prestamistas enfrentan la posibilidad de sufrir pérdidas de capital, hay *una fuga hacia activos de calidad*. De igual importancia es el efecto de *vuelta a casa*: el sesgo nacional en la asignación de activos financieros tiende a reaparecer, en ocasiones de manera repentina, durante periodos de tensión financiera.⁴

En los últimos decenios, la escala de financiamiento externo se ha vuelto enorme. Los países incurren en pasivos externos no sólo para

³ Muchos estudios entre países han demostrado que déficits en cuenta corriente más altos aumentan el riesgo de crisis financiera. Ver Bush *et al.* (2011).

⁴ Giannetti y Laevan (2011).

financiar déficits en cuenta corriente sino también para adquirir activos externos. Este fenómeno del incremento de movimientos *bidireccionales* de capital, que se presentó entre las economías avanzadas en el decenio de los ochenta, se ha vuelto cada vez más evidente en las economías emergentes. Cuentas de capital más abiertas, la liberalización financiera nacional y el desarrollo de nuevos instrumentos financieros dieron preeminencia a la diversificación financiera y a las funciones de intermediación de los mercados de capitales internacionales (y no la asignación clásica de la función de capital).⁵ Por ejemplo, los inversionistas en un país de inflación mínima podrían aprovechar los beneficios a corto plazo de altas tasas de interés nominal en los países proclives a la inflación, mientras que los inversionistas en países proclives a la inflación invertirían en el país de inflación mínima para protegerse de los riesgos de la inflación. Por lo tanto cada uno podría diversificar su cartera aun en ausencia de cualquier flujo neto de capital de un país a otro (la función clásica). Como veremos en la sección 4, esta naturaleza *bidireccional* de los financiamientos externos ha hecho que las vulnerabilidades creadas se vuelvan más complejas, y en cierta manera más intratables.

Los agentes en países con déficits considerables en cuenta corriente a menudo se sorprenden de lo repentinos que son los virajes en el financiamiento externo. Los prestamistas esperan el pago de sus préstamos anteriores, pero no conceden ningún financiamiento nuevo (o lo hacen por periodos muy cortos o a tasas de interés altas). Sin nuevos financiamientos, los países deficitarios deben vender activos a extranjeros o deben generar excedentes en cuenta

⁵ La *necesidad* de diversificación financiera en sí surgió de la naturaleza del sistema monetario internacional. Los tipos de cambio flotantes, las diferencias importantes en las tasas de interés en distintos países y los mercados volátiles generaron riesgos de los que había que protegerse. Durante el sistema financiero clásico del siglo XIX, estos riesgos estaban casi ausentes: los tipos de cambio eran fijos, las tasas de interés estaban mucho menos dispersas y la inflación variable en el tiempo y subyacente no existía. Los flujos de capital brutos, por lo tanto, eran mucho menores a pesar de que los flujos de capital netos eran muy significativos. Ver Turner (1991, pp. 27-30) y Obstfeld y Taylor (1997).

corriente para cumplir con los pagos de préstamos externos próximos a vencerse.

La habilidad o disposición de los países con superávit para mantener la demanda interna, y aceptar un giro hacia el déficit en la cuenta corriente, determinará las consecuencias del crecimiento mundial. En la mayoría de los ajustes internacionales más importantes, pocos países deficitarios han escapado de la recesión. En muchos casos, el sistema financiero en países deficitarios se ve afectado y desestabilizado, con consecuencias duraderas para la economía real (Cerra y Saxena, 2008). Los que participan en esta conferencia están familiarizados con la experiencia de América Latina en el decenio de los ochenta. En el decenio de los noventa, las economías asiáticas dinámicas aprendieron todo al respecto. Y ahora los países europeos avanzados que habían contado con el financiamiento del extranjero para el crecimiento rápido enfrentan cambios bruscos en el financiamiento externo.

Por estos motivos, es esencial entender mejor los desequilibrios externos y las vulnerabilidades financieras que estos pueden crear. Esto es difícil porque las relaciones deudor-acreedor se vuelven mucho más complejas en el caso de contratos transfronterizos escritos en muchas jurisdicciones diferentes (Tirole, 2002).⁶

En una crisis financiera, los movimientos del tipo de cambio, que a menudo son esenciales para la estabilización macroeconómica, pueden volverse desestabilizantes porque se hace mucho más difícil para los deudores cubrir las deudas en moneda extranjera. La cesación de pagos del gobierno, de bancos grandes o de las corporaciones más importantes reduce el valor de los activos que poseen entidades viables, intensifica las restricciones para obtener préstamos y afecta la actividad económica (Mendoza, 2010). En resumen, la introducción de las finanzas puede destruir las propiedades autoequilibrantes de los modelos macroeconómicos simples.

⁶ Tirole (2002) argumentó que, en el caso de deudas externas en las que incurrieron empresas privadas, el gobierno del deudor puede en una crisis decidir si las deudas contraídas en su jurisdicción se pagan o no. No hay ningún *supervisor delegado* que proteja a los prestamistas en tales contratos transfronterizos (un papel que Tirole propone para el FMI).

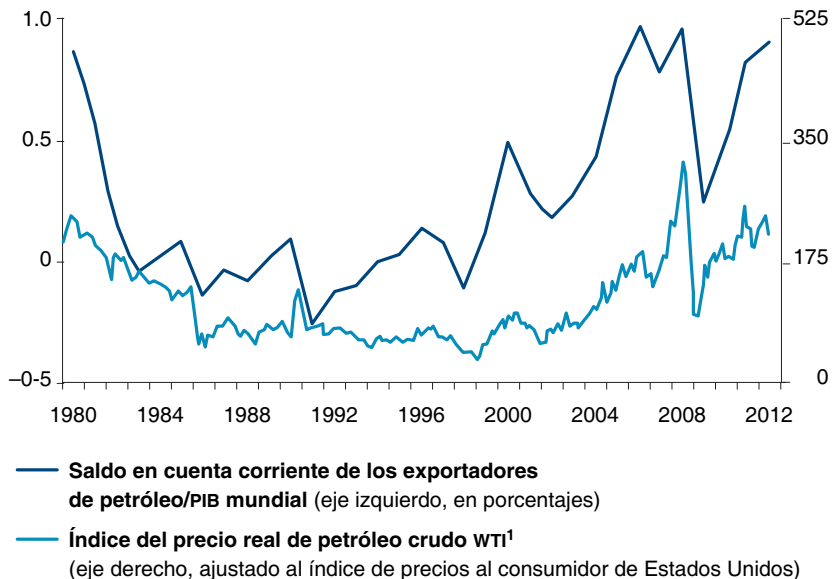
Tres desequilibrios en cuenta corriente

Son tres los desequilibrios de mayor interés en la actualidad. El primero es el excedente de los productores de petróleo. El segundo es el desequilibrio a través del Pacífico. Y el tercero los desequilibrios dentro de Europa.

La gráfica 2 muestra el incremento considerable en el superávit en cuenta corriente de los países productores de petróleo. El excedente en este momento es de 650,000 millones de dólares (casi el 1% del PIB

Gráfica 2

EXPORTADORES DE PETRÓLEO: PRECIO DEL PETRÓLEO Y SALDO EN CUENTA CORRIENTE



Fuentes: Bloomberg; FMI, *International Financial Statistics*; FMI, *World Economic Outlook*; cálculos del BPI.

¹ 1980-1999 =100.

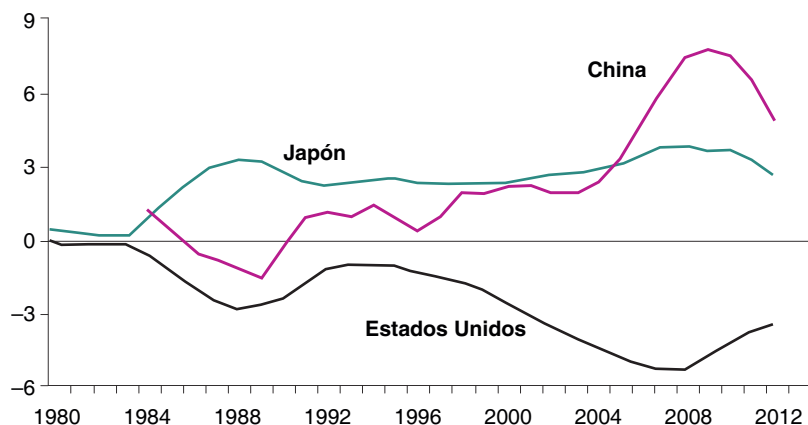
del mundo). Si el nivel actual de los precios del petróleo representa un pico temporal, tiene sentido que los exportadores posean un excedente y que acumulen activos externos. Cuando los precios del petróleo caen, esta posición debería invertirse. Es conveniente un excedente en la cuenta corriente que contribuya a mejorar la situación con el paso del tiempo. Una cuenta corriente equilibrada no puede ser un objetivo por sí misma. Sin embargo, una posición de la cuenta corriente que es conveniente para un grupo de países tendrá consecuencias para los demás. En este caso, los importadores de petróleo en conjunto deben tener un déficit en cuenta corriente.

Los desequilibrios a través del Pacífico (China y Japón, los países con superávit, y de Estados Unidos) se ampliaron muchísimo antes de la crisis (gráfica 3). No obstante, desde entonces han disminuido. Un factor principal ha sido la fuerte demanda interna de China y la

Gráfica 3

CHINA, JAPÓN Y ESTADOS UNIDOS: DESEQUILIBRIOS EN CUENTA CORRIENTE

(promedio móvil de cinco años, como porcentaje del PIB)

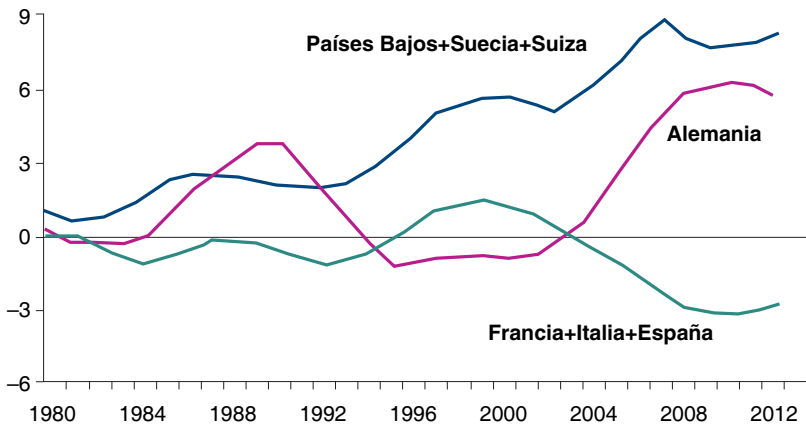


Fuentes: OCDE, *Economic Outlook*; FMI, *World Economic Outlook*; cálculos del BPI.

Gráfica 4

EUROPA: DESEQUILIBRIOS EN CUENTA CORRIENTE

(promedio móvil de cinco años, como porcentaje del PIB)

Fuentes: OCDE, *Economic Outlook*; FMI, *World Economic Outlook*; cálculos del BPI.

recesión en Estados Unidos. Un segundo factor fue la apreciación real de la moneda china y la depreciación del dólar. Pero puede que parte de esto también refleje la disminución de la dependencia de Estados Unidos de la energía importada.

Por el contrario, los desequilibrios europeos han sido más persistentes (gráfica 4). En muchos sentidos, Alemania ha sido la figura central de esto. Durante gran parte del primer decenio de este siglo, los declinantes salarios reales frenaron el consumo privado en Alemania y derivaron en una depreciación efectiva real en el tipo de cambio. Junto con un crecimiento fuerte de las exportaciones (favorecido por el auge de la infraestructura y de las inversiones en Medio Oriente y Asia), esto derivó en un excedente en cuenta corriente que superó el 7% del PIB en el año 2007.⁷

⁷ Según Sinn *et al.* (2011), Alemania exportó dos tercios de sus ahorros agregados entre los años 2002 y 2010. Sólo un tercio se invirtió dentro del país en equipamiento,

Pero Alemania no es la única. El excedente promedio de los Países Bajos (un país de la zona del euro), Suecia y Suiza superó el 9% del PIB el año pasado (cuadro 1). El déficit agregado de Francia, Italia y España es considerable (apenas debajo del 3% del PIB en el año 2011).

La creación de una moneda común eliminó el tipo de cambio nominal como mecanismo de ajuste.⁸ Un mayor respeto por los criterios de convergencia de Maastricht podría haber reducido estos desequilibrios pero no los hubiese evitado. Algunos economistas argumentaron a finales del decenio de los noventa que la adopción del euro en sí misma desencadenaría mecanismos que favorecerían la convergencia económica de manera automática. Una zona de moneda común óptima era, desde este punto de vista, endógena. Como advirtieron Eijffinger y Hoogduin (2012) de manera lacónica, “la teoría de la zona de moneda común endógena óptima se ha falsificado de manera convincente”.⁹

Todos estos planteamientos, que tienen raíces específicas diferentes, sugieren que los desequilibrios en cuenta corriente eran un problema generalizado (tal vez un síntoma de causas subyacentes diferentes) antes de la crisis y continúan siendo un problema en la actualidad.

Papel de los países con superávit

El esfuerzo más importante para corregir desequilibrios a menudo recae sobre los países deficitarios porque las restricciones del

construcción, etcétera.

⁸ Las demás monedas aparte del euro tampoco sufrieron ajustes. El franco suizo permaneció cerca del euro por una buena parte de este periodo. El valor real de la corona sueca no subió de la misma manera que los excedentes por cuenta corriente superiores.

⁹ Ver también Giavazzi y Spaventa (2010). Ellos explican que los modelos que trataron de establecer lo óptimo de los déficits en cuenta corriente (como los países de la zona del euro con ingresos per cápita iniciales más bajos que alcanzaron a los países más ricos) dependen de la *suposición* de que los pasivos externos en los que se incurrió son pagados por futuros excedentes por cuenta corriente. Por lo tanto, ignoran las restricciones del financiamiento presentadas en la sección 2.

Cuadro 1

SALDO DE LA BALANZA DE PAGOS EN CUENTA CORRIENTE

(porcentaje del PIB)

	1980-2000	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Estados Unidos	-1.9	-5.9	-6.0	-5.1	-4.7	-2.7	-3.2	-3.1
Alemania	0.1	5.1	6.3	7.4	6.2	5.9	6.1	5.7
Japón	2.4	3.6	3.9	4.8	3.2	2.8	3.6	2.1
China	1.1	5.9	8.6	10.1	9.1	5.2	5.2	2.8
Francia+Italia+España	-0.0	-2.1	-2.8	-3.2	-4.0	-2.6	-3.0	-2.9
Países Bajos+Suecia+Suiza	3.8	9.0	10.6	8.0	4.9	6.9	9.2	9.4

Fuentes: FMI, *Perspectivas de la economía mundial*; estimaciones del BPI.

financiamiento externo los obligan a actuar.¹⁰ La amenaza para los países con excedentes en cuenta corriente proviene del riesgo de que los deudores no cumplan con los pagos, pero lo típico es que esto ocurra sólo más tarde en el proceso, si es que ocurre. Sin embargo, los países con excedentes por cuenta corriente persistentes (que no coinciden con salidas de capital sostenidas o a largo plazo) también desempeñan un papel. Si el ajuste debería depender de políticas macroeconómicas en países con superávit o de políticas en países deficitarios está en función de al menos dos elementos.

El primer elemento es la brecha mundial del producto. Si la demanda agregada es excesiva en escala mundial, y la inflación aumenta, el ajuste debería depender en gran medida de la demanda contenida de los países deficitarios. Por el contrario, una situación de deflación mundial requeriría expansión por parte de los países con superávit debido a que los países deficitarios a menudo enfrentan restricciones en el financiamiento. La deflación en países deficitarios se evita de manera más eficaz no sólo debido al derroche de recursos, sino también porque se les dificultaría a los prestatarios en países deficitarios el pago de las deudas externas. El cese de pagos generalizado afectaría de manera negativa a los prestamistas en países con superávit.

Considerar los incentivos que afectan la política del tipo de cambio reafirma esta lógica. La deflación mundial fomenta en los países la subvaloración de sus monedas para incrementar la demanda de sus bienes comerciables y, en un mundo deflacionario, están mucho menos preocupados por los aumentos de precios que seguirían a la depreciación de la moneda.

El segundo elemento es la postura inicial de políticas macroeconómicas. El estímulo macroeconómico adicional tiene menos justificación cuando las políticas fiscales y monetarias ya son demasiado expansionistas o cuando la aplicación prolongada de estas políticas tiene efectos secundarios no deseados.

¹⁰ Estados Unidos es la excepción dada la posición del dólar como la moneda internacional.

Desde luego que los problemas se derivan de dificultades al medir la brecha mundial del producto y al evaluar cómo deberían ser las políticas macroeconómicas. El decenio de los treinta fue sin duda un periodo deflacionario y las políticas macroeconómicas eran mucho más restrictivas. Los precios, incluidos los de materias primas, bajaban y había desempleo masivo. La situación actual es muy diferente. Las políticas macroeconómicas ahora son expansivas. Ha habido un aumento muy importante de los precios de las materias primas en el mundo. No obstante, el desempleo en las economías avanzadas es muy alto, así que el riesgo de inflación frente al de deflación en el presente es más ambiguo, y los riesgos de políticas expansivas, mayores que en el decenio de los treinta (BPI, 2012). Como destacó Paolo Vieira da Cunha en su intervención, los marcos de la política macroeconómica en las economías de mercado emergentes (EME) han resentido cierta presión. Sin embargo, el escenario de deflación mundial que mencionó John Murray (con consolidación fiscal más enérgica en la mayoría de las economías avanzadas pero sin reformas estructurales u otras políticas para estimular la demanda en países con superávit) sería preocupante.¹¹

Acervos de desequilibrios internacionales

El problema del equilibrio internacional es más grave que los desequilibrios en cuenta corriente de la actualidad, que es sólo una medida de flujos. Los acervos son un factor crucial. Existen cinco dimensiones del aspecto *acervos* de los desequilibrios de relevancia:

Deuda externa neta

Muchos años de déficits en cuenta corriente producen un efecto de bola de nieve ya que se acumulan grandes deudas externas, lo que genera pagos de servicio de la deuda más altos hacia el exterior. A medida que las deudas netas más altas debilitan la solvencia, aumentan

¹¹ Ver De Resende *et al.* (2012) para detalles de esta simulación.

los diferenciales de crédito. Al llegar al límite, cesa el financiamiento externo de fuentes privadas.

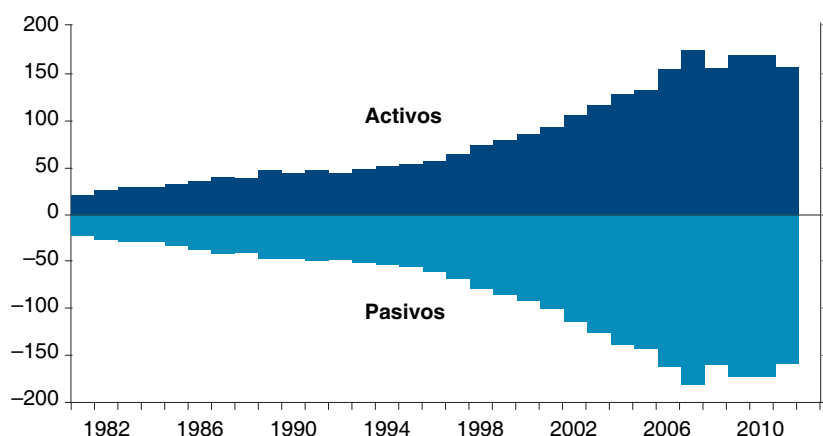
Apalancamiento y descalces de moneda/vencimientos

El segundo grupo de riesgos se deriva de la expansión de ambos lados del balance nacional. Los países incurren en pasivos externos no sólo para financiar déficits externos actuales, sino también para financiar inversiones en activos externos. Un país con balanza neta positiva de activos externos puede haber incurrido en deudas externas considerables para financiar una gran cartera de activos foráneos. De hecho, una característica llamativa del decenio anterior a la crisis fue una explosión extraordinaria tanto de activos externos como de pasivos externos. De alrededor de un 50% del PIB de mediados del decenio de los noventa, los activos externos agregados aumentaron a más del 180% del PIB mundial para el año 2007 (gráfica 5). Las balanzas con el exterior de los países se volvieron más apalancadas, al menos medidas por los activos externos brutos relativos a la posición neta de activos del país. Los coeficientes de deuda/ingreso son otra medida de apalancamiento: la gráfica 6 muestra que los pasivos financieros externos también han aumentado con mucha mayor rapidez que los valores de exportación (un valor representativo del ingreso procedente del extranjero). Si las inversiones transfronterizas en la magnitud alcanzada en el año 2007 fueron sostenibles, persiste la interrogante: ¿reflejó sólo a los bancos imprudentes y a los excesos cíclicos? En cualquier caso, ha habido una disminución en los últimos cuatro años. Los efectos del *regreso a casa* han sido intensos.

Las exposiciones al riesgo se suscitan debido a que los pasivos externos de un país a menudo toman una forma que es muy diferente de los activos externos de este. Los descalces de moneda y de plazo pueden crear vulnerabilidades aun en un país con poca o ninguna deuda neta. De hecho, el elemento en común entre casi todas las crisis financieras en los mercados emergentes de los decenios anteriores fue algún tipo de descalce de moneda o de plazo. Esto también se aplica

Gráfica 5

POSICIONES DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE TODOS LOS PAÍSES
(porcentaje del PIB mundial)



Fuentes: FMI, *International Financial Statistics*; FMI, *World Economic Outlook*; cálculos del BPI.

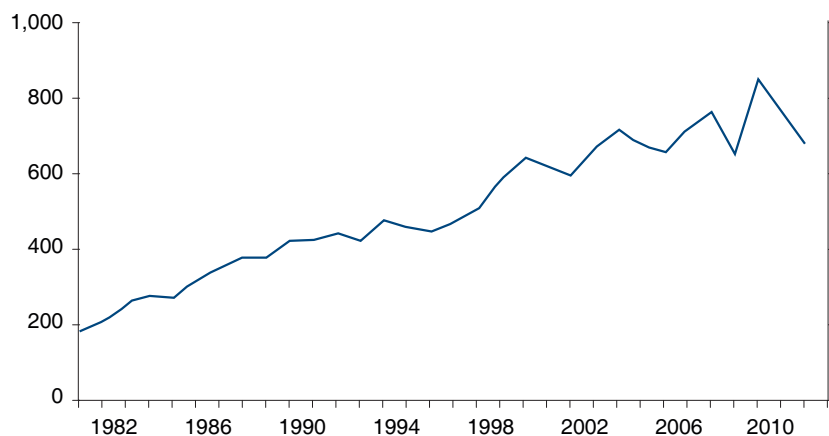
¹ Suma de 127 economías.

a las crisis recientes de economías avanzadas. Por ejemplo, Europa tuvo una cuenta corriente equilibrada antes de la crisis. Pero los europeos solicitaron préstamos en una escala muy grande para comprar activos estadounidenses. El hecho de que los bancos europeos hayan financiado la adquisición de activos en dólares (no líquidos y a largo plazo) mediante préstamos en dólares a corto plazo agravó la crisis reciente.

Titularidad de los activos y pasivos

La titularidad de activos es importante porque los sectores con deudas externas no suelen ser los sectores a los que pertenecen los activos externos. Por lo tanto, los prestatarios del sector privado con grandes deudas externas constituyen un riesgo crediticio aun cuando el sector

Gráfica 6

PASIVOS DE INVERSIÓN INTERNACIONAL COMO PORCENTAJE DE LAS EXPORTACIONES TOTALES DE TODOS LOS PAÍSES


Fuentes: FMI, *International Financial Statistics*; FMI, *World Economic Outlook*; cálculos del BPI.

¹ Suma de 127 economías.

público (tenedor de muchos activos externos pero pocas deudas) no constituye un riesgo de impago. De igual manera, los bancos tenedores de deudas externas considerables constituyen un riesgo crediticio incluso cuando inversionistas institucionales del mismo país poseen grandes activos externos.

Otra complicación es que, cuando el riesgo crediticio del gobierno aumenta, incluso a los agentes privados viables se les dificulta asegurar el financiamiento externo. Esto se debe a que un gobierno puede realizar muchas acciones que dificultan a las compañías privadas el cumplimiento con el pago de sus deudas externas. Puede ordenar controles de capital, puede aumentar los impuestos de las compañías, puede obligar a los hogares o a las compañías a financiar al gobierno, etcétera. Esto significa que los acreedores extranjeros deben

preocuparse no sólo por sus contrapartes (privadas), sino también por lo que un gobierno puede hacer bajo la presión de acreedores extranjeros (problema de agencia dual, de Tirole). Por estos motivos, a los bancos solventes se les dificulta más refinanciar sus pasivos externos cuando la solvencia del país se pone en duda.

La falta de consenso en leyes y procedimientos internacionales relacionados con la bancarota (y las reglas afines sobre garantía) significa que el cese de pago de deudas (o algún otro tipo de suspensión del mercado) dependerá de las decisiones políticas locales y del punto de vista de los prestamistas oficiales extranjeros. Como ninguno es predecible, la incertidumbre aumenta.

Deuda frente a capital

La elección entre deuda y capital como formas de los pasivos también es importante. Las inversiones financiadas con deuda exponen al prestatario a un riesgo de inversión. Pero las formas de capital de los activos externos aseguran que parte del riesgo de inversión subyacente recaiga sobre el prestamista, y por consiguiente ofrecen a menudo rendimientos más altos. Los distintos países han hecho elecciones muy diferentes al respecto. Estados Unidos (y muchas otras economías avanzadas) eligieron participaciones accionarias a largo plazo pero deuda a corto plazo. Los países de mercados emergentes con una posición neta de activos externos positiva normalmente retienen la mayor parte de sus activos en instrumentos de deuda más que en participaciones en el extranjero. Los países deudores cuyos pasivos transfronterizos tienen la forma de contratos de deuda (préstamos bancarios, bonos en posesión de no residentes) en lugar de tenencias extranjeras de acciones locales están en efecto más apalancados y por lo tanto son más vulnerables. Aquellos con deudas a corto plazo en divisas están particularmente expuestos.¹²

¹² El CGFS (2009) sugiere una *jerarquía de estabilidad financiera* de entradas de capital: el capital más seguro que la deuda, la deuda a largo plazo más segura que la deuda a corto plazo, y la deuda en moneda nacional más segura que la deuda en moneda extranjera.

Estímulo para el crédito bancario interno

Por último, los préstamos del exterior solicitados por los bancos nacionales pueden permitir que el crecimiento del crédito supere los depósitos nacionales. Esto puede estimular una expansión del crédito bancario. Muchos estudios (incluidos los realizados por el BPI) han demostrado una correlación positiva significativa entre préstamos del exterior solicitados por los bancos y los cambios en la relación de créditos internos a PIB.¹³

El papel de los acreedores

La crisis financiera reciente fue provocada por grandes fracasos de políticas en los países deudores. Sin embargo, las acciones de los acreedores también contribuyeron. Varios modelos econométricos han demostrado que diferentes políticas económicas en los países acreedores así como en los deudores en los años previos al 2007 habrían limitado tanto los desequilibrios internos como los mundiales.¹⁴

Es conocida la tesis de Bernanke de saturación del ahorro mundial (*global saving glut*), y tiene una base empírica importante (ver, por ejemplo, los fundamentos organizados en el cuadro 1 de Bush *et al.*, 2011). Menos conocido es el papel desempeñado por los bancos europeos. Bertaut *et al.* (2011) han demostrado la magnitud de la demanda agregada externa de activos estadounidenses antes de la crisis. Calculan que desde el año 2003 hasta mediados del año 2007, los miembros de la OPEP, China y otras economías emergentes de Asia compraron alrededor de un billón de dólares de deuda del Tesoro y de organismos hipotecarios. La adquisición por parte de

¹³ Ver el capítulo "Banks and Capital Flows" (pp. 81–99) de CGFS (2009).

¹⁴ Por ejemplo, Catte *et al.* (2010) utilizaron el modelo macroeconómico mundial del Banco de Italia para simular políticas más expansivas en los países con superávit y políticas menos expansivas en países deficitarios. No sólo hubiesen permanecido casi sin alteraciones los desequilibrios en cuenta corriente durante el periodo 2002-2007, sino que además los aumentos de los precios de las viviendas en Estados Unidos hubiesen sido mucho menores y más cercanos a la experiencia histórica.

Europeos de deuda corporativa de Estados Unidos ascendió a 1.25 billones de dólares, de los cuales 800,000 millones fueron valores respaldados por activos de titulaciones privadas. Estiman que el incremento de esta demanda externa redujo el rendimiento de los bonos del Tesoro de Estados Unidos en 130 puntos base y los bonos de valores respaldados por activos en 160 puntos base.

Sinn *et al.* (2011) describen acontecimientos similares antes de la crisis dentro de la zona del euro. Los flujos de capital intraeuropeos en gran escala fueron fomentados por la moneda común y las expectativas de un rescate financiero “por parte de la comunidad de estados en caso de que un estado europeo particular se encuentre en problemas”.¹⁵

En las primeras etapas de la crisis reciente, el precio de cotización de los bancos internacionales expuestos a altos riesgos cayó de manera brusca. Desde el comienzo de la crisis de la zona del euro, se examinó la exposición de los bancos a países periféricos de Europa, y hubo nuevas caídas en la valoración de acciones de los bancos.

En retrospectiva, los prestamistas (¡y las agencias calificadoras del riesgo crediticio!) deberían haber sido más prudentes. Los bancos europeos fueron negligentes al exponerse y sus reguladores también al permitir tales exposiciones. (La nacionalización de los organismos de hipotecas estadounidenses salvó a los inversionistas oficiales de las economías de mercados emergentes.)

Este fracaso de los prestamistas no es un fenómeno nuevo. Una lección clave de la sucesión de crisis de los mercados emergentes en los decenios de los ochenta y noventa fue que los prestamistas, en particular los bancos en economías avanzadas, habían sido imprudentes. Esto estaba bastante claro incluso en ese momento. Es útil recordar esta historia. Los países productores de petróleo colocaron los excedentes generados hasta la crisis del petróleo de los años 1973-1974

¹⁵ Argumentan que tales flujos podrían haberse limitado “si los bancos alemanes hubiesen sido más prudentes con las inversiones”. Además, antes de la crisis los principales bancos internacionales solicitaron préstamos en euros en gran escala en Alemania para prestarle a acreditados en otros países de la zona del euro.

en depósitos a corto plazo con bancos internacionales. Debido a la profunda recesión, había poca demanda de fondos de inversión en el mundo industrial, por lo que los bancos internacionales cortejaron con ansiedad a los prestamistas del mundo en vías de desarrollo. Se le restó muchísimo valor al riesgo. Los bancos centrales que supervisaban a los bancos principales eran completamente conscientes de este riesgo pero no fueron capaces de frenar el crecimiento de los préstamos bancarios internacionales.¹⁶ Los bancos prestaron poca atención o ignoraron las advertencias reiteradas (incluida la publicación de la exposición de los bancos país por país en las estadísticas bancarias internacionales del BPI).

La conclusión de esta historia y de la crisis reciente es la misma: los préstamos excesivos fueron tan responsables de las crisis subsiguientes como el endeudamiento excesivo. Los bancos prestamistas sufrieron pérdidas y cesaron los créditos. Esta interrupción repentina afectó de manera grave a los prestatarios, a quienes se podría haber ayudado más mediante la limitación de los créditos más moderada aplicada con anterioridad.

Conclusión

El financiamiento de déficits externos considerables y persistentes a menudo se vuelve peligroso. Los cambios de sentido de los flujos de capital, que siempre son difíciles de predecir, pueden tener consecuencias devastadoras para los deudores. La magnitud de los acervos de capital de los desequilibrios externos (posiciones externas netas, apalancamiento en balanzas nacionales, descalces de monedas o plazos, la estructura de la titularidad de activos y pasivos, la confianza excesiva en la deuda y su efecto en el crédito bancario) puede constituir

¹⁶ Ver la descripción de Lamfalussy (2000, pp. 9-13) sobre cómo los gobernadores de los bancos centrales del G10 luchaban para contener esta expansión de préstamos bancarios internacionales. Les preocupaba que la publicación por parte del BPI del riesgo de los países muy grandes pudiera espantar a los bancos y a los mercados. Lo que al final sucedió fue que casi se ignoró la información.

una amenaza para la estabilidad financiera tanto en países acreedores como en países deudores.

Por estas razones, los países acreedores tienen la responsabilidad de evitar los préstamos excesivos y de idear soluciones cooperativas para los desequilibrios excesivos o prolongados. La necesidad de cierta simetría en el ajuste entre acreedores y deudores no es una novedad. Fue un punto central en las propuestas de Keynes para los acuerdos monetarios internacionales del mundo de posguerra. Es una de las obligaciones del FMI (a pesar de que los países acreedores, que no necesitan del dinero del FMI, son menos susceptibles a su influencia).¹⁷ Mateos y Lago (y otros economistas del FMI), Truman, Reddy y Aglietta pusieron énfasis en esto en sus contribuciones a la Iniciativa del Palais-Royal. Ha sido parte de la agenda para la reforma monetaria internacional desde el Comité de los Veinte de 1974. Ahora se encuentra en la agenda del G20. Continúa siendo un tema importante de la reforma monetaria internacional pero, por el momento, sin resolver.


Bibliografía

- Banco de Francia (2011), "Global Imbalances and Financial Stability", *Financial Stability Review*, febrero.
- Banco de Pagos Internacionales (2012), *82º Informe Anual* <www.bis.org/publ/arpdf/ar2012e.htm>.
- Bertaut, Carol, Laurie Pounder DeMarco, Steve Kamin y Ralph Tryon (2011), *ABS Inflows to the United States and the Global Financial Crisis*, International Finance Discussion Papers, núm. 1028, Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, agosto.
- Boorman, Jack, y André Icard (eds.) (2011), *Reform of the International Monetary System: The Palais Royal Initiative*, Sage Publications.

¹⁷ Los artículos del acuerdo que dio origen al FMI sí incorporaron una cláusula sobre moneda escasa que permite aranceles y restricciones a las exportaciones a países con excedentes por cuenta corriente persistentes. Pero esta cláusula, que fue la única que hizo referencia a las responsabilidades de los países con superávit, nunca se invocó.

- Bush, Oliver, Katie Farrant y Michelle Wright (2011), *Reform of the International Monetary and Financial System*, Bank of England Financial Stability Paper, núm. 13.
- Catte, Pietro, P. Cova, P. Pagano e I. Visco (2010), *The Role of Macroeconomic Policies in the Global Crisis*, Banca d'Italia Occasional Papers, núm. 69, julio.
- Cerra, Valerie, y Sweta Saxena (2008), "Growth Dynamics: The Myth of Economic Recovery", *American Economic Review*, vol. 98, pp. 439-459.
- Comité sobre el Sistema Financiero Global (CSFG, 2009), *Capital Flows and Emerging Market Economies*, Documentos del CGFS, núm. 33, enero <www.bis.org/publ/cgfs33.htm>.
- De Resende, Carlos, Claudia Godbout, René Lalonde, Eric Morin y Nikita Pevalov (2012), "On the Adjustment of the Global Economy", *Bank of Canada Review*, primavera.
- Eijffinger, Sylvester, y Lex Hoogduin (2012), *The ECB in (the) Crisis*, DSF Policy Paper, núm. 22, Duisenberg School of Finance, junio.
- Giannetti, M., y L. Laevan (2011), *The Flight Home Effect: Evidence from the Syndicated Loan Market during Financial Crises*, ECGI Finance Working Paper, núm. 304/201.
- Giavazzi, Francesco, y Luigi Spaventa (2010), *Why the Current Account Matters in a Monetary Union*, CEPR Discussion Paper Series, núm. 8008, septiembre.
- Lamfalussy, A. (2000), *Financial Crises in Emerging Markets: An Essay on Financial Globalisation and Fragility*, Yale University Press, New Haven.
- Mendoza, Enrique G. (2010), "Sudden Stops, Financial Crises and Leverage", *American Economic Review*, vol. 100, pp. 1941-1966.
- Obstfeld, Maurice, y Alan Taylor (1997), *The Great Depression as a Watershed: International Capital Mobility over the Long-run*, NBER Working Paper, núm. 5960.
- Sinn, Hans-Werner, Teresa Buchen y Timo Wollmerhäuser (2011), "Trade Imbalances: Causes, Consequences and Policy Measures", en Jack Boorman y André Icard (eds.), *Reform of the International Monetary System: The Palais Royal Initiative*, Sage Publications.

Tirole, Jean (2002), *Financial Crises, Liquidity and the International Monetary System*, Princeton University Press.

Turner, Philip (1991), *Capital Flows in the 1980s*, BPI Economic Papers, núm. 30, abril <www.bis.org/publ/econ30.pdf>. 



Kiyohiko G. Nishimura

Cooperación financiera interregional: otro nivel de cooperación en pos de la estabilidad financiera

Antes que nada, agradezco a los organizadores por invitarme a la conferencia conmemorativa del 60° aniversario del CEMLA, un símbolo de la cooperación financiera entre los bancos centrales de América Latina. Estoy especialmente entusiasmado, porque esta es la oportunidad ideal para debatir sobre la estabilidad monetaria internacional y la cooperación de los bancos centrales desde una perspectiva integrada que abarca a América Latina y Asia, unas de las regiones más desarrolladas en términos de cooperación financiera.¹ Hoy, me

¹ El CEMLA comenzó sus actividades en 1952, apenas siete años después del fin de la Segunda Guerra Mundial. Asia y el Pacífico (de aquí en adelante, simplemente Asia a menos que se indique otra cosa) también ha tenido una larga y fructífera historia de cooperación financiera regional. Los directores de los bancos centrales de siete países del sudeste asiático se reunieron en Bangkok, Tailandia, en 1966 y decidieron la fundación del SEACEN, que desempeña un papel importante como foco de capacitación y aprendizaje en la región. En 1982 se estableció el SEACEN Center para cumplir la

Viceregobrador, Banco de Japón.

gustaría llevar el concepto de cooperación financiera a un nivel más alto y considerar el tema de la cooperación financiera internacional. Si bien el tema de la cooperación financiera en el ámbito mundial, intrarregional y bilateral se ha debatido en diversos foros tales como el G20, creo que la cooperación financiera interregional, especialmente entre América Latina y Asia, representa otro estrato importante entre los niveles mundial, intrarregional o bilateral.

América Latina y Asia en el siglo XXI: de baja a alta correlación

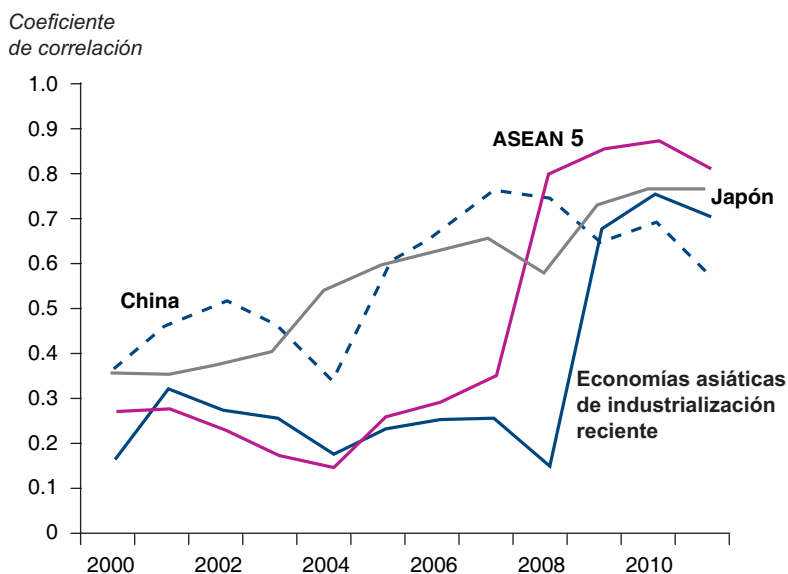
Permítanme empezar ofreciendo un breve resumen del vínculo entre América Latina y Asia con respecto a las actividades económicas y financieras reales, en particular en el periodo a partir del año 2000.

Ambas regiones han experimentado varias crisis financieras de gran escala desde el decenio de los ochenta, entre ellas la crisis de deuda mexicana en 1982, seguida por la llamada crisis del tequila en 1994, la crisis financiera de Asia en 1997 acompañada con la crisis de Rusia, y la crisis de Argentina de 2000. Sin embargo, en términos generales, este periodo en nuestra historia también destaca el hecho de que, hasta el colapso de Lehman Brothers en 2008, nunca habíamos experimentado simultáneamente una crisis financiera de gran envergadura. En realidad, la correlación del crecimiento real del PIB entre América Latina y Asia muestra coeficientes relativamente pequeños a principio de los dos mil (gráfica 1). Una posible explicación para esto podría ser que las regiones están distantes geográficamente, y por lo tanto se influyen relativamente menos entre sí, en especial en términos de actividad comercial.

función de secretariado en Kuala Lumpur, Malasia, y desde entonces ha sido anfitrión y coanfitrión de numerosos seminarios y conferencias de gran valor y oportunidad. Junto con el CEMLA fue coanfitrión de seminarios y conferencias, en los que el Banco de Japón colaboró como orador y conferencista. En 1991 el Banco de Japón invitó a sus colegas asiáticos a formar el EMEAP, que congrega a 11 bancos centrales y autoridades monetarias de la región. Desde entonces el EMEAP ha concretado varios logros en materia de cooperación financiera regional, incluyendo el establecimiento del Asian Bond Fund.

Gráfica 1

CORRELACIÓN CRUZADA DEL CRECIMIENTO REAL DEL PIB ENTRE AMÉRICA LATINA Y OTRAS REGIONES Y PAÍSES¹



Fuente: FMI.

¹ Los datos transversales corresponden al periodo de 1990 a 2011.

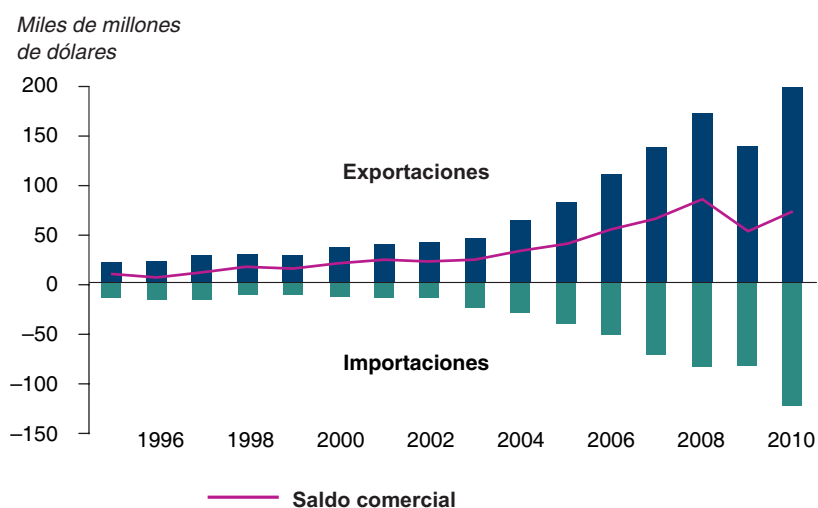
Nota: las economías asiáticas de industrialización reciente incluyen Hong Kong, Corea, Singapur y Taiwan. ASEAN5 comprende Indonesia, Malasia, Filipinas, Tailandia y Vietnam. América Latina incluye los países del Caribe.

Sin embargo, esta relación ya había comenzado a cambiar durante el periodo de la llamada Gran Moderación, y cambió radicalmente desde el choque de Lehman Brothers y la reciente crisis de deuda pública en Europa. En realidad, la correlación antes mencionada muestra un incremento significativo a partir del 2008 en los coeficientes de correlación de todas las economías asiáticas más grandes, luego de un incremento gradual en China y Japón unos pocos años antes. Si bien no ha cambiado la distancia geográfica, nuestra dependencia mutua

en el comercio ha crecido de modo significativo desde mediados de los años dos mil, impulsada especialmente por China, y debido a mejoras significativas en las tecnologías de transporte y a una baja en varios costos relacionados con el comercio (gráfica 2).

Gráfica 2

PROFUNDIZACIÓN DE LA RELACIÓN COMERCIAL ENTRE AMÉRICA LATINA Y ASIA



Fuente: UNCTAD.

Nota: América Latina comprende Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Cuba, Ecuador, México, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela. Asia incluye a la ASEAN (Brunei, Camboya, Indonesia, Laos, Myanmar, Malasia, las Filipinas, Singapur, Tailandia y Vietnam), China, Japón y Corea.

Se calcula que la relación comercial, y por lo tanto las actividades económicas y financieras entre América Latina y Asia se fortalecerán aún más en el futuro. El volumen de comercio se determina por el tamaño de la población y el grado de complementariedades de productos y servicios, si los costos de transacción son lo suficientemente bajos. Se anticipa que, en conjunto, las poblaciones de América Latina y

de Asia seguirán representando más del 60% de la población mundial. A medida que se incrementan los niveles de ingresos, se espera que ambas regiones en conjunto se conviertan en uno de los mercados de consumo más grandes del orbe (cuadro 1). Además, las regiones tienen una relación equilibrada de oferta y demanda, que abarca desde productos agrícolas hasta materias primas y bienes de capital. Esto implica que las futuras actividades comerciales entre América Latina y Asia podrían ser autosustentables sin tener que depender fundamentalmente de los países avanzados. Así como se mejora la relación mutua de la economía gracias al comercio, a la postre sucede lo mismo con la relación financiera entre ambas regiones, que abarca el incremento en las transacciones en moneda extranjera para atender la demanda real y con fines de cobertura, así como el incremento en la correlación de los precios de sus acciones, lo que refleja las transacciones corporativas transfronterizas.

Cuadro 1

DINÁMICA DEMOGRÁFICA EN AMÉRICA LATINA Y ASIA

	<i>1950</i>	<i>1970</i>	<i>1990</i>	<i>2010</i>	<i>2030</i>	<i>2050</i>
Población mundial (miles de millones de habitantes)	2.5	3.7	5.3	6.9	8.3	9.3
Participación en la población mundial (%)	61.4	64.8	68.0	68.3	66.4	62.8
América Latina	5.9	7.1	7.7	8.0	7.9	7.6
Asia	55.4	57.8	60.3	60.4	58.5	55.3

Fuente: Naciones Unidas.

Esta interdependencia de la economía y de los mercados financieros intensificada implica que una crisis financiera en una de las regiones tiene efecto directo en la otra. Además, a medida que crece la importancia de América Latina y Asia en conjunto, también aumentan las posibilidades de convertirse en el epicentro de una crisis financiera

mundial. En este sentido, quienes elaboran las políticas públicas de las dos regiones son mutuamente responsables por la estabilidad de la economía y el mercado financiero mundial. Para ejercer esta responsabilidad, la cooperación financiera no debería estar confinada a una región.

América Latina y Asia tienen muchos aspectos en común. Uno de ellos es el tratamiento de los flujos de capital. Ya se han introducido diversas medidas macroprudenciales y regulaciones que, hasta cierto punto, han sido eficaces en cada jurisdicción o región. Sin embargo, deberían también debatirse otros temas estructurales vinculados con la estabilidad financiera, y no sólo en escala intrarregional entre América Latina y Asia. Estos aspectos estructurales incluyen el desarrollo de mercados de capital líquidos y profundos, y una mejora en la infraestructura financiera que incluya la desregulación y la armonización de la normatividad. Además, desde una perspectiva a más largo plazo, es también necesario considerar los temas relacionados con el envejecimiento de la población y los respectivos acuerdos en los sistemas fiscales y de seguridad social desde una visión interregional.

La experiencia asiática en cooperación financiera

Permítanme enfocarme ahora en la experiencia asiática en cooperación financiera, antes de un análisis similar sobre la experiencia latinoamericana a cargo de otros participantes.

Vulnerabilidades en Asia

Si bien la estabilidad económica y financiera general ha mejorado significativamente en Asia desde la crisis financiera asiática, persisten vulnerabilidades en la región. Primero, sigue presente el doble descalce de divisas y vencimientos en el sector bancario. Estas vulnerabilidades se materializaron en algunas economías asiáticas cuando se agotó la liquidez en dólares luego del colapso de Lehman Brothers. Hemos observado repercusiones similares recientemente con el desapalancamiento de los bancos europeos. Segundo, en Asia, Japón

incluido hasta cierto punto, la función de intermediación financiera sigue estando en manos del financiamiento indirecto, principalmente por medio de los bancos. Dada esta estructura financiera, un importante choque negativo que afecte a las instituciones financieras hace que sea difícil para las corporaciones no financieras obtener financiamiento para sus deudas, casi independientemente de su solidez financiera. Tercero, perdura el problema de las escasas oportunidades de inversión en monedas asiáticas. Los abundantes ahorros en Asia no se han invertido suficientemente en la región sino fuera de la misma, en instrumentos tales como bonos de Estados Unidos y de los países de la Europa desarrollada.

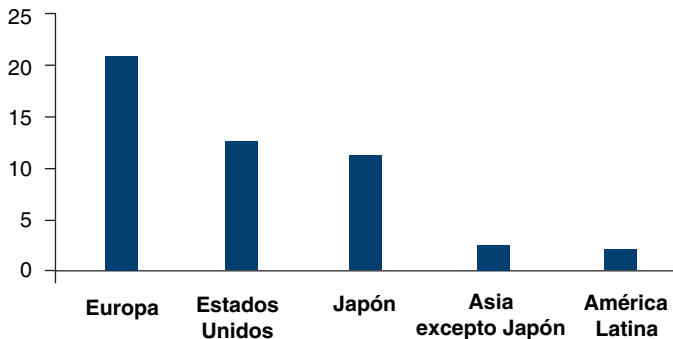
Desde una perspectiva distinta, el sector financiero asiático sigue dependiendo excesivamente de los bancos, lo que indica el

Gráfica 3

DEBILIDADES DE ASIA: MERCADO DE DERIVADOS POCO DESARROLLADO

Montos hipotéticos en circulación de derivados extrabursátiles ligados a capital accionario (fines de junio de 2010)

Porcentajes del PIB



Fuentes: BPI; Bloomberg; FMI; Naciones Unidas.

Nota: los datos del PIB de Bolivia, Colombia, Guatemala, Surinam, las Fiji, Laos y las Maldivas son cálculos. Los datos del PIB de América Latina no incluyen a las islas Malvinas.

subdesarrollo de los mercados de bonos y de otros mercados regionales de capital. Debido a este tipo de desequilibrio en la estructura de mercado, las economías asiáticas están expuestas al riesgo de que el precio de los activos nacionales se vuelva volátil debido a rápidos movimientos de los flujos de capital mundiales, lo cual provocaría un marcado incremento en la volatilidad de los tipos de cambio. También, el inmaduro mercado interno de derivados dificulta las transacciones con una toma de riesgos adecuada, ya que son limitados los instrumentos de cobertura de riesgo cambiario (gráfica 3). Además, debido a sus mercados de titulización menos desarrollados, las economías asiáticas no gozan de los modelos de titulización que atraen a una variedad de inversionistas dependiendo de sus capacidades para la toma de riesgos (cuadro 2).

Cuadro 2

VULNERABILIDADES DE ASIA: MERCADO DE TITULIZACIÓN SUBDESARROLLADO

	<i>Asia (excepto Japón)</i>	<i>Japón</i>
Cambio porcentual en el monto de nuevas emisiones de 2006 a 2011		
Bonos de empresa	377.4	27.2
Productos titulizados	-10.7	10.6
Productos titulizados/ bonos de empresas (monto de nuevas emisiones en 2011)	3.5	28.4

Fuente: Dealogic DCM Analytics.

Los esfuerzos de las autoridades para abordar las vulnerabilidades

¿Cómo respondieron las autoridades asiáticas ante estas vulnerabilidades? Me gustaría explicar sus esfuerzos en tres aspectos.

Desarrollo de mercados de bonos denominados en moneda local

El primero es un proyecto destinado al desarrollo de un mercado líquido de bonos para crear un puente entre los abundantes ahorros internos y las inversiones internas: el ABF de la EMEAP, y el ABMI de la ASEAN+3.

La Reunión de Ejecutivos de Bancos Centrales y Autoridades Monetarias de Asia-Pacífico (EMEAP por sus siglas en inglés) estableció en 2003 el fideicomiso de inversión ABF, y se convirtió en su comprador inicial al invertir en bonos soberanos y cuasisoberanos de ocho miembros de la región. Cuando se estableció el fondo, estaba limitado a inversiones en bonos sólo denominados en dólares estadounidenses. Sin embargo, desde 2005, el fondo ha empezado a incluir bonos denominados en monedas nacionales de los ocho miembros. Además, la EMEAP constituyó un fondo cotizado (ETF) llamado Pan Asian Index Fund (PAIF). El PAIF cotizó por primera vez en la bolsa de valores de Hong Kong en 2005, y posteriormente también en la bolsa de valores de Tokio en 2009.²

Como parte del proceso ASEAN+3, las autoridades han emprendido la Iniciativa para el Mercado de Bonos Asiáticos (ABMI),³ con el fin de promover el mercado de bonos. El logro reciente más destacable es el establecimiento en noviembre de 2010 de un fondo fiduciario en el ADB llamado Credit Guarantee and Investment Facility (CGIF). El CGIF tiene planeado iniciar sus operaciones de garantía de crédito para bonos corporativos denominados en monedas nacionales emitidos en las

² Cada fondo cotizado, así como el PAIF, encaminados a acrecentar la conciencia entre los inversionistas privados, han ido ganando reconocimiento entre los inversionistas de manera constante, aunque el grado de este reconocimiento varía de un mercado a otro. Más aún, el proyecto ha servido como catalizador para mejorar la infraestructura del mercado, como la desregulación y la exención de impuestos retenidos para los inversionistas no residentes, por medio de su proceso de revisión entre los miembros del EMEAP.

³ La ABMI aboga por cuatro puntos principales, que son: *i)* facilitación de la demanda por bonos denominados en moneda nacional, *ii)* promoción de su emisión, *iii)* mejora del marco regulatorio, y *iv)* mejora de la infraestructura pertinente del mercado de bonos.

jurisdicciones del ASEAN+3 a partir del tercer trimestre de 2012. En la reunión de Ministros de Finanzas y Gobernadores de Bancos Centrales en mayo de este año, se propuso y auspició un nuevo programa para que la ABMI promueva mercados de capital con mayor capacidad de recuperación en la región, por ejemplo, mejorando el sistema regional de calificación de crédito, desarrollando las finanzas de empresas pequeñas y medianas y los mercados de titulización, y elevando el nivel de la educación financiera.

Establecimiento y mejoramiento de la red de canje de divisas

La segunda respuesta por parte de las autoridades asiáticas a las vulnerabilidades de la región es establecer y desarrollar una estructura común de aprovisionamiento de liquidez de dólares estadounidenses, llamada la Iniciativa Chiang Mai (CMI). Con el fin de mejorar la resistencia de la región contra los choques externos, la CMI comenzó a edificar una red bilateral de canje de divisas en la región, que incluye el crédito contingente sobre las reservas en moneda extranjera conservadas por cada autoridad del ASEAN+3. La CMI ha mejorado su eficacia aumentando el tamaño y la cantidad de participantes. De hecho, en marzo de 2010, las autoridades cambiaron la estructura de la CMI de sus acuerdos originales de canje bilaterales a la Multilaterización de la Iniciativa Chiang Mai (CMIM), una estructura colectiva de toma de decisiones firmada por todos los miembros de la jurisdicción en un único acuerdo.⁴

Para garantizar la aplicación eficaz de la prevención de crisis y el apoyo real de la liquidez en dólares estadounidenses, es esencial que las autoridades monitoreen meticulosamente los mercados financieros y las economías regionales, y que intercambien opiniones sobre sus respectivas políticas macroeconómicas. Las autoridades de ASEAN+3

⁴ Al mismo tiempo, las autoridades aumentaron la cantidad total de préstamo de 90,000 millones de dólares a 120,000 millones, con lo que se habilitó un apoyo rápido y eficaz en dólares para tiempos de crisis. Más todavía, en la mencionada Reunión de Gobernadores de Banca Central y Ministros de Finanzas, las autoridades acordaron duplicar el tamaño del CMIM a 240,000 millones, y ampliar su alcance para también abarcar la prevención de crisis.

instituyeron así su propia unidad de vigilancia independiente, llamada la Oficina de Investigación Macroeconómica de ASEAN+3 (AMRO), en Singapur en abril de 2011.

Esfuerzos recientes para mejorar la estabilidad financiera

Además de los dos proyectos mencionados, hay un creciente dinamismo entre los bancos centrales para sellar acuerdos de garantías transfronterizas (CBCA), con el fin de mejorar aún más la estabilidad financiera en la región. Los CBCA son acuerdos en los cuales un banco central proporciona liquidez en divisas aceptando activos en moneda extranjera, tales como bonos soberanos de otros países, como garantías aceptables. Estos acuerdos ya se tienen en algunos países avanzados. Se considera que los CBCA son un marco eficaz, especialmente en tiempos de tensión en los mercados de dinero a corto plazo. A menudo las sucursales y las subsidiarias de instituciones extranjeras carecen de fuentes estables de financiamiento local, tales como depósitos minoristas. Sin embargo, con un CBCA, pueden seguir otorgando créditos a sus clientes, en su mayoría sucursales y subsidiarias de corporaciones no financieras avecindadas en sus países de origen.

De hecho, se estableció un CBCA en noviembre del año pasado entre los bancos centrales de Japón y Tailandia, debido a la presencia de numerosas corporaciones japonesas no financieras en Tailandia. Casi al mismo tiempo, se anunció un CBCA entre el Banco Central de Malasia y la Autoridad Monetaria de Singapur, y en este año entre el Banco Central de Malasia y el Banco de Tailandia. Mientras tanto, la EMEAP se ha consolidado como un grupo de acción y ha elaborado un modelo de referencia para la futura expansión de los CBCA en la región. Hasta ahora, son acuerdos bilaterales entre dos jurisdicciones, que se establecen en función de sus necesidades.

Además, Japón y China están haciendo esfuerzos por fortalecer su cooperación mutua hacia el desarrollo de mercados financieros en las dos mayores economías asiáticas. Debido a la cooperación entre las autoridades y los participantes del mercado privado, ya se han logrado muchos resultados tangibles, entre ellos la compra de bonos del

gobierno chino por parte de la Foreign Exchange Fund Special Account de Japón y el comienzo del intercambio directo del yen japonés y el renminbi chino en los mercados de Tokio y Shanghai.

Hacia la cooperación financiera interregional

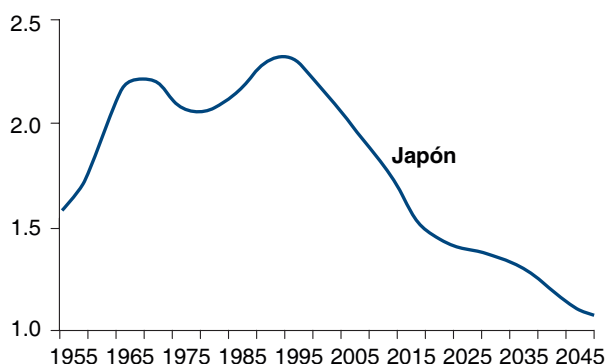
A medida que se profundizan los vínculos económicos y financieros, creo que los esfuerzos mencionados y los asuntos atendidos en Asia pueden en parte compartirse con América Latina. Ambas regiones también comparten problemas estructurales. Creo que es fructífero para regiones que arrostran problemas similares resolverlos en colaboración.

Primero, permítanme plantear el tema del cambio demográfico y el potencial económico. Las gráficas 4, 5, 6 y 7 muestran el índice de población en edad de trabajar con respecto al resto de la población, esto es, cuántas personas en edad de trabajar tienen que aportar por cada

Gráfica 4

JAPÓN: CAMBIO DEMOGRÁFICO

Coeficiente de dependencia inversa¹



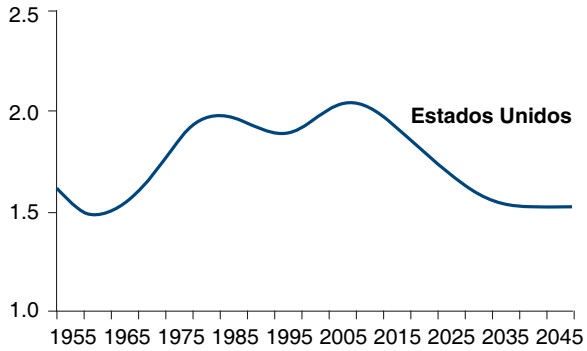
Fuente: Perspectivas de Población en el Mundo: la Revisión de 2010.

¹ Coeficiente de la población en edad de trabajar frente al resto: ¿cuánta gente en edad de trabajar tiene que procurar a una persona dependiente?

Gráfica 5

ESTADOS UNIDOS: CAMBIO DEMOGRÁFICO

Coeficiente de dependencia inversa

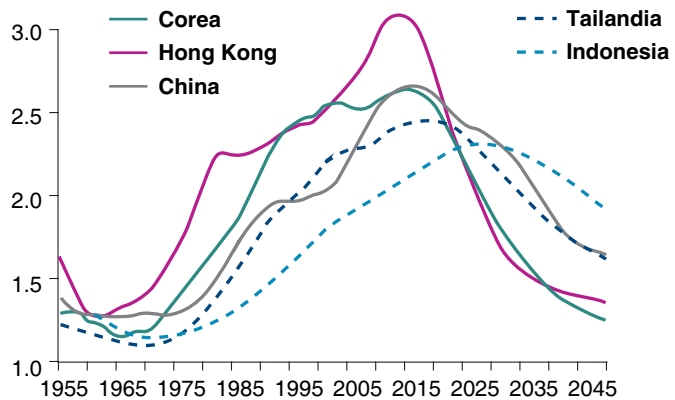


Fuente: Perspectivas de Población en el Mundo: la Revisión de 2010.

Gráfica 6

ASIA: CAMBIO DEMOGRÁFICO

Coeficiente de dependencia inversa

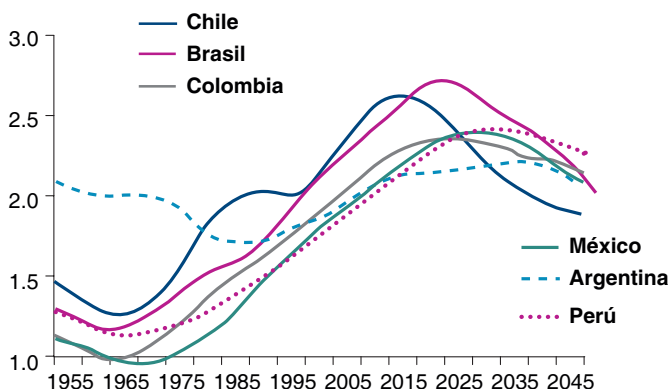


Fuente: Perspectivas de Población en el Mundo: la Revisión de 2010.

Gráfica 7

AMÉRICA LATINA: CAMBIO DEMOGRÁFICO

Coefficiente de dependencia inversa



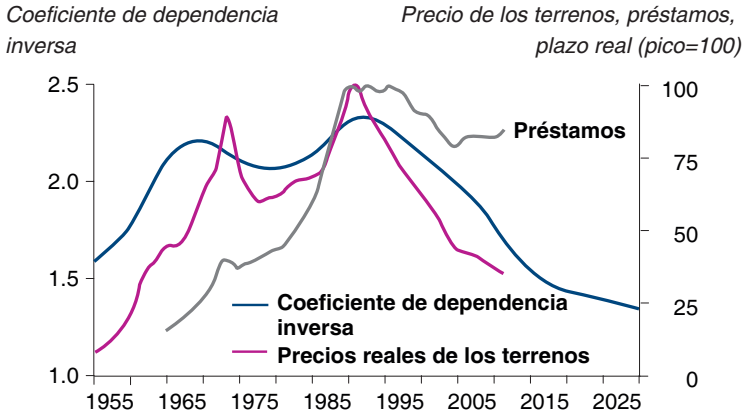
Fuente: Perspectivas de Población en el Mundo: la Revisión de 2010.

persona dependiente en Japón, Estados Unidos, Asia y América Latina, respectivamente. Las bajas tasas de fertilidad y el envejecimiento de la población han sido las causas principales de un prolongado bajo crecimiento económico en Japón desde 1990. Es probable que lo mismo suceda en Corea y China en un futuro no muy lejano. Algunos países latinoamericanos podrían afrontar situaciones similares, si bien el grado varía según las jurisdicciones. Teniendo en mente esta visión del futuro, tenemos que estar preparados aun ahora para emprender las necesarias reformas sociales, incluyendo la reestructuración de los sistemas de seguridad social, reformas fiscales y la revisión de los sistemas de empleo.

Segundo, consideremos la evolución de los precios de los activos y la expansión del crédito. En las gráficas 8, 9, 10 y 11, la evolución de los precios de las propiedades y de los préstamos en términos reales se agrega al diagrama de la relación de la población en edad de trabajar (coeficiente de dependencia inversa) de las anteriores gráficas 4,

Gráfica 8

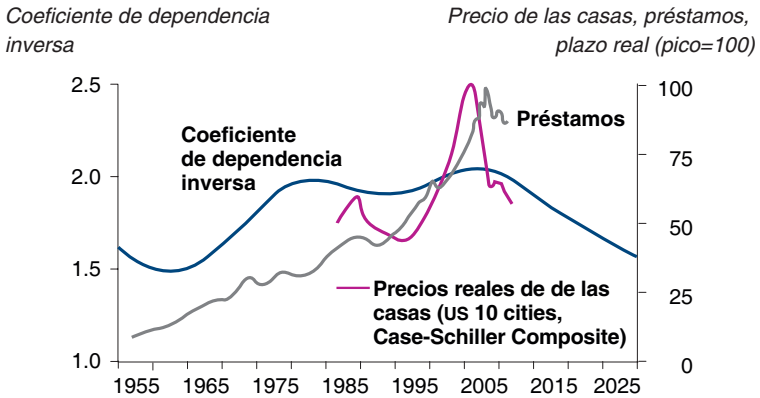
JAPÓN: CAMBIO DEMOGRÁFICO Y PRECIO DE LOS ACTIVOS



Fuente: Naciones Unidas; Japan Real Estate Institute; Japan Ministry of Internal Affairs and Communications; Banco de Japón.

Gráfica 9

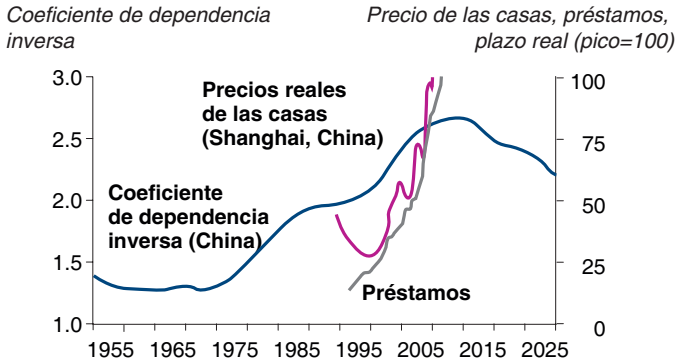
ESTADOS UNIDOS: CAMBIO DEMOGRÁFICO Y PRECIO DE LOS ACTIVOS



Fuente: Naciones Unidas; Standard and Poor's; Oficina de Estadísticas Laborales de Estados Unidos; Reserva Federal.

Gráfica 10

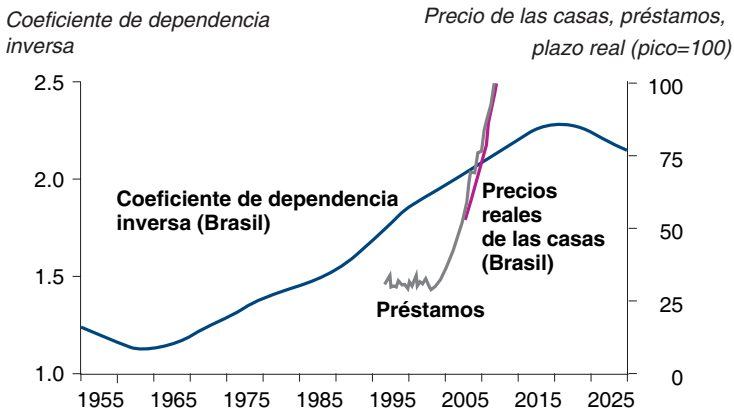
CHINA: CAMBIO DEMOGRÁFICO Y PRECIO DE LOS ACTIVOS



Fuente: Naciones Unidas, CIEC.

Gráfica 11

BRASIL: CAMBIO DEMOGRÁFICO Y PRECIO DE LOS ACTIVOS



Fuente: Naciones Unidas; FipeCap; CIEC.

5, 6, y 7, respectivamente. En Japón y en Estados Unidos, vemos una relación significativa entre las dinámicas de las poblaciones y los precios reales de los activos. Se observa también una tendencia similar en China, como representante de Asia, y en Brasil, como representante de América Latina. Si estas tendencias llevarán a la generación y a la explosión de burbujas de activos dependerá en gran medida de las políticas que se apliquen en las regiones respectivas.


Para enfrentar estos problemas estructurales, podría ser más eficaz que ambas regiones colaboren, en vez de tratarlos de manera individual e independiente. Los tres puntos siguientes son también temas que se deben considerar de manera cooperativa.

Primero, mientras crece una economía y emerge una clase media, necesitamos medidas para lograr un crecimiento más equilibrado entre las demandas nacional y externa. Al mismo tiempo, la población envejece mientras la economía madura, y por lo tanto la clave para el éxito será la promoción de la demanda interna apropiadamente en línea con la etapa de desarrollo de la economía.

Segundo, desde el punto de vista de la reducción de la volatilidad de los precios de los activos, es también importante desarrollar más los mercados regionales de capital con el fin de mejorar la resistencia contra choques externos. En este sentido, necesitamos tener en cuenta las diferencias del mercado dentro de la región.

Tercero, es esencial que cada jurisdicción armonice sus regulaciones y prácticas de mercado con los estándares mundiales para promover las transacciones transfronterizas. Sin embargo, el esfuerzo unilateral por parte de una sola jurisdicción tiene sus límites, y por lo tanto es conveniente mejorar efectivamente la infraestructura de mercado en ambas regiones. Si bien se respeta la diversidad entre las jurisdicciones, no se deberían introducir regulaciones arbitrarias o ignorar las prácticas contractuales mundiales.

De más está decir que aunque logremos lidiar con estos temas exitosamente, no podemos evitar del todo las crisis financieras. Sin embargo, podemos mejorar nuestra fortaleza en tiempos de crisis preparando las redes de seguridad de varias capas como respaldos en el

sistema financiero. Tales redes de seguridad incluyen el desarrollo de mercados de capital líquidos y profundos, el establecimiento de redes de canje de divisas, y acuerdos de garantías transfronterizas. Además, es también importante establecer fundamentos sólidos para las economías individuales y regionales abordando en un estadio inicial los problemas estructurales sociales de largo plazo como la baja en las tasas de nacimiento y el envejecimiento de la población. Una economía real con capacidad de recuperación es un factor indispensable para la estabilidad financiera. 

Estabilidad monetaria y cooperación entre bancos centrales

El debate sobre cómo y hasta qué punto los bancos centrales deberían cooperar ha estado presente desde el colapso del sistema de Bretton Woods a principios de los años setenta. Con el inicio de la crisis financiera en 2007, la cooperación en relación con las políticas entre los bancos centrales ha vuelto a ser tema de debate. Los nuevos elementos tales como las consideraciones sobre la estabilidad del sistema financiero mundial se han vuelto un tema de actualidad.

Este artículo está dividido en tres partes. Primero, se presenta una breve revisión del debate académico sobre las ventajas y desventajas de la cooperación entre los bancos centrales que tuvo lugar luego del colapso del sistema de Bretton Woods. Segundo, un panorama general de los principales elementos de la cooperación entre los bancos centrales durante la actual crisis financiera. Y tercero, un recuento de

Director, International Monetary Cooperation, Banco Nacional de Suiza. El autor quisiera agradecer a Roberto Cippà, Andreas Fischer, Thomas Moser, Brigitte Schällibaum y Sébastien Wälti por los útiles comentarios y debates. Las opiniones expresadas aquí son personales y no necesariamente reflejan las opiniones del Banco Nacional de Suiza.

cómo la política monetaria del Banco Nacional de Suiza ha respondido a los choques externos desatados por la crisis.

1. Revisión bibliográfica

La bibliografía académica puede dividirse básicamente en dos grupos. Uno que considera a la cooperación como esencial y beneficiosa, y otro que identifica sólo beneficios limitados –si acaso alguno– en la cooperación. El trabajo pionero de Hamada (1976), seguido de otros, halla que las soluciones no cooperativas generalmente son menos eficientes mientras que la cooperación internacional maximiza el bienestar global. Por ejemplo, en un régimen de tipo de cambio flexible, los bancos centrales independientes y no cooperativos podrían tener un incentivo para involucrarse en una *devaluación competitiva*. La política monetaria se vuelve mucho menos eficaz.

Rogoff (1985), por otra parte, señala que los bancos centrales cooperativos tienen una tendencia a la inflación. Esto lleva a un nivel de inflación que es demasiado alto. Así, Rogoff concluye que en realidad la cooperación podría ser contraproducente. Dice Rogoff que “el bienestar en uno o dos países podría ser mayor cuando los bancos centrales establecen sus políticas monetarias de manera independiente” (p. 200).

¿Cuál es la visión que realmente prevalece entre los bancos centrales hoy? Sin duda, los bancos centrales siempre han cooperado en instituciones tales como el Banco de Pagos Internacionales o el CEMLA. Pero en esencia, creemos que se puede concluir que actualmente los bancos centrales fijan sus políticas monetarias de manera independiente. Sin duda, los acuerdos del Plaza y de Louvre (1985 y 1987) son ejemplos prominentes de la cooperación de políticas entre los bancos centrales. Pero son excepciones más que la regla. Muchos bancos centrales y muchas economías han aprendido a vivir con fluctuaciones significativas del tipo de cambio y se han enfocado en mantener la estabilidad de los precios nacionales o los niveles de inflación. Esta política a menudo se conoce como el enfoque de *mantener*

la casa en orden, y está muy en línea con los hallazgos de Rogoff. El bienestar global se maximiza si cada banco central se pone como meta la estabilidad de precios o un bajo nivel de inflación y responde flexiblemente a los choques de su economía (Jordan, 2012).

2. Cooperación de los bancos centrales durante la crisis

Si bien los bancos centrales se han enfocado en la estabilidad de precios en el ámbito nacional, la crisis financiera actual generó algunas medidas coordinadas sin precedente entre los mismos. Permítanme ofrecerles dos ejemplos. El 8 de octubre de 2008, seis bancos centrales, el Banco de Canadá, el Banco de Inglaterra, el Banco Central Europeo (BCE), la Reserva Federal, el banco central de Suecia y el Banco Nacional de Suiza (SNB) bajaron sus tasas de interés de manera concertada.

La cooperación también se extendió más allá de la política monetaria convencional. Ya el 12 de diciembre de 2007, el BCE, la Reserva Federal y el SNB habían anunciado medidas coordinadas ideadas para abordar las constantes y elevadas presiones en los mercados de financiamiento a corto plazo en dólares estadounidenses. Estas medidas aplicadas por medio de las líneas de canje entre bancos centrales garantizaban el acceso a la liquidez en dólares estadounidenses de los bancos ubicados en la zona del euro y en Suiza. Para finales de 2008, la Reserva Federal había establecido estas líneas de canje con 14 bancos centrales (Allen y Moessner, 2010). Se instituyeron una serie de acuerdos similares entre bancos centrales en escala regional. En retrospectiva, estas medidas resultaron muy exitosas para mantener en funcionamiento al sistema financiero. Esto fue crucial en el periodo subsiguiente al colapso de Lehman Brothers a mediados de septiembre de 2008.

Con esta red extensa de canjes entre bancos centrales, la cooperación claramente ha ingresado en una nueva etapa. La motivación para las líneas de canje no eran problemas de política monetaria ni de balanza de pagos. Tenían como meta mantener la estabilidad del

sistema financiero global garantizando la liquidez a corto plazo de los bancos internacionalmente activos.

3. La política monetaria del SNB durante la crisis

Durante la crisis, el SNB se vio afectado de muchas maneras. En la fase inicial de la crisis uno de los bancos suizos de importancia sistémica tuvo pérdidas prolongadas de sus activos relacionados con bienes raíces. En septiembre y octubre de 2008, se evaporó rápidamente la confianza del mercado en el banco en cuestión. Con el fin de detener esta dinámica negativa, la Confederación Suiza aportó capital nuevo y el SNB compró cantidades importantes de activos tóxicos del banco. La intervención resultó bastante exitosa. El banco se estabilizó rápidamente. La Confederación Suiza vendió su participación de capital un año después con ganancias considerables. Para fines de 2011, el SNB había liquidado el 75% de los activos tóxicos con sólo pérdidas limitadas.

Es también importante señalar que la situación fiscal de Suiza se ha mantenido robusta durante la crisis. La deuda pública bruta ha bajado desde 2004 y actualmente es de un 35% del PIB. El crecimiento real del PIB fue negativo en la segunda mitad de 2008 y en el primer trimestre de 2009. Desde entonces, el crecimiento trimestral del PIB ha sido de entre un 1% y un 4 por ciento.

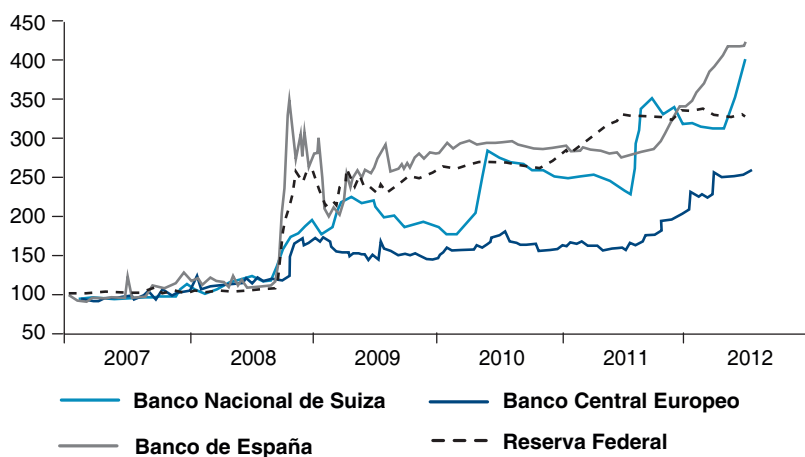
Sin embargo, la política monetaria ha estado fuertemente influida por la crisis financiera, lo cual puede observarse en la gráfica 1. El balance general del SNB ha crecido casi en línea con el del Banco de Inglaterra o el de la Reserva Federal, pero más pronunciadamente que el del BCE.

El desafío clave para la política monetaria ha sido la presión al alza del tipo de cambio impulsada en gran medida por la crisis de deuda en la zona del euro. Esto se ilustra en la gráfica 2. Los efectos de refugio comenzaron a materializarse en 2008 cuando el tipo de cambio real ponderado por las exportaciones seguía subvaluado. A principios de 2010, el tipo de cambio empezó a subir por encima de su nivel de largo

Gráfica 1

ACTIVOS TOTALES DE LOS BANCOS CENTRALES

Índice enero de 2007 = 100



Fuentes: SNB Markets Analysis Platform, ISDA.

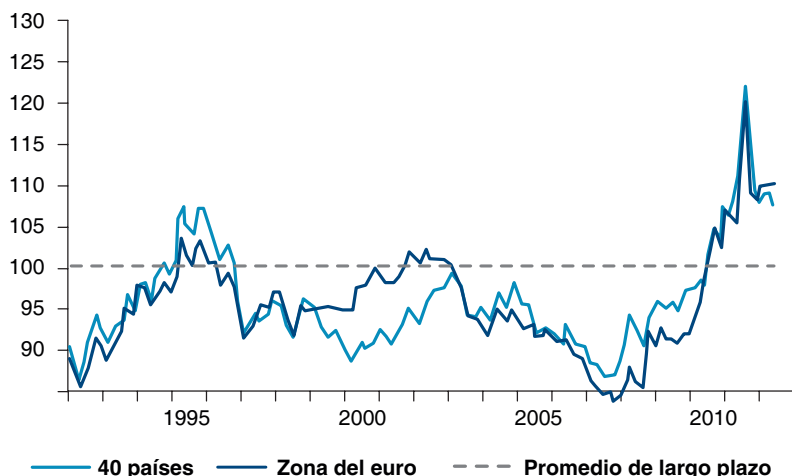
plazo. En el segundo trimestre de 2009, el SNB comenzó a intervenir moderadamente en el mercado de divisas. El SNB declaró que no toleraría una apreciación adicional del franco. En diciembre de 2009, dada la mejora en la economía, el SNB suavizó su postura y anunció que no toleraría la *apreciación excesiva*. Con flujos financieros más grandes, el SNB intervino con mayor energía (ver gráfica 3). Entre enero y mayo de 2010, las reservas de divisas del SNB pasaron de 93,000 millones de francos suizos a 238,000 millones. El SNB detuvo las intervenciones a fines de mayo de 2010, cuando se relajaron las presiones deflacionarias (SNB, 2010). Cabe señalar que las intervenciones del SNB no lograron evitar que el franco suizo se apreciara, pero han desacelerado la velocidad de la apreciación.

A medida que la crisis de deuda empeoraba en Europa, el franco suizo seguía apreciándose. En agosto de 2011 el tipo de cambio en

Gráfica 2

**FRANCO SUIZO: TIPO DE CAMBIO PONDERADO
POR LAS EXPORTACIONES**

Datos mensuales. Índice enero de 1999 = 100



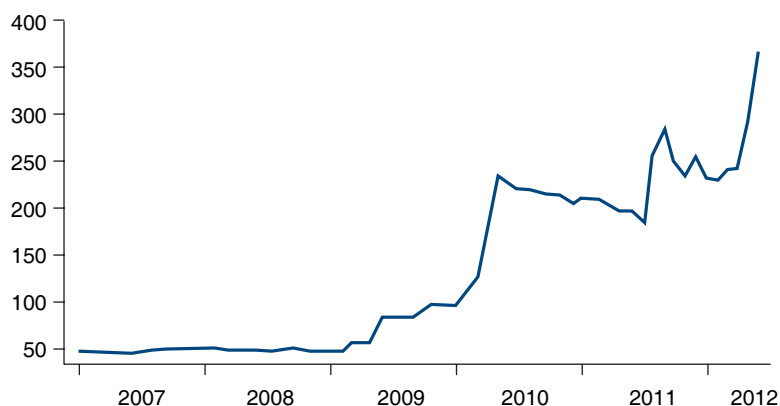
relación con el euro se estaba aproximando a la paridad (ver gráfica 4). En este momento, el tipo de cambio estuvo a un nivel que es imposible de explicar solamente por fundamentos y entrañó un serio riesgo para la economía. Además, las presiones deflacionarias nuevamente se habían vuelto realidad. Para evitar el colapso de la economía, se necesitaban tomar medidas extremas. La política monetaria convencional no era una opción ya que las tasas de interés a corto plazo habían estado en cero desde 2009. Debido al tamaño tan limitado del mercado de deuda interno, la relajación monetaria tampoco era una solución viable.

El 6 de septiembre de 2012, el SNB introdujo un piso al tipo de cambio de CHF 1.20 por euro. El SNB anunció su compromiso de comprar cantidades ilimitadas de euros para defender este piso. Desde entonces el tipo de cambio ha estado por encima del piso. Sin embargo en

Gráfica 3

RESERVAS EN MONEDA EXTRANJERA DEL BANCO NACIONAL DE SUIZA

Datos mensuales. Índice enero de 1999 = 100

*Miles de millones
de francos suizos*

Fuente: Banco Nacional de Suiza.

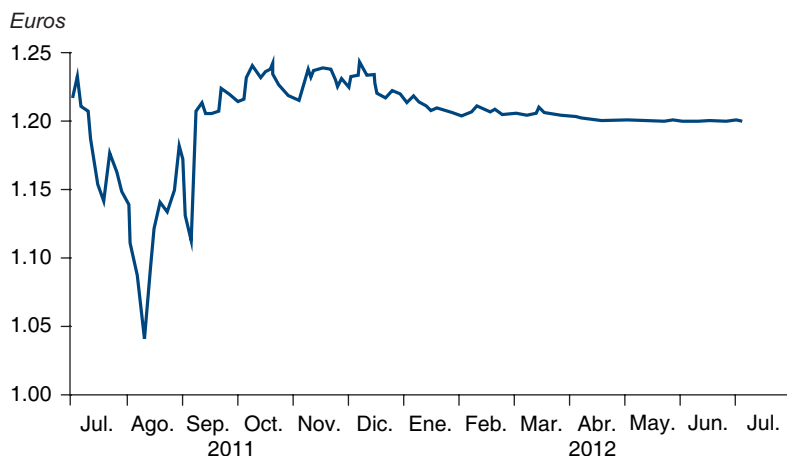
mayo y junio de 2012, el piso se mantuvo sólo gracias a intervenciones sustanciales del SNB.

En el contexto de cooperación entre los bancos centrales, se podría cuestionar si el piso del tipo de cambio del SNB viola los lineamientos internacionales tales como los estipulados por el Fondo Monetario Internacional (FMI). Los miembros del FMI están obligados a “evitar manipular los tipos de cambio o el sistema monetario internacional para impedir el ajuste de la balanza de pagos u obtener ventajas competitivas desleales frente a otros países miembros”.¹

Claramente, el piso del tipo de cambio del SNB es congruente con las obligaciones internacionales. Con la política monetaria en el piso

¹ Artículos del Convenio Constitutivo del Fondo Monetario Internacional, artículo IV, sección I (iii).

Gráfica 4

TIPO DE CAMBIO CHF-EURO

Fuentes: SNB Markets Analysis Platform, Bloomberg.

de tasa de interés cero y con inflación de cero y en baja, la gran apreciación del franco suizo acarrearaba el riesgo de un proceso deflacionario. Es una medida de emergencia que no tomamos a la ligera. En este contexto, es necesario resaltar que en su nivel actual el franco suizo sigue sobrevaluado (ver gráfica 2). Más que ofrecer ventajas competitivas a la economía suiza, la intervención limitó el daño a la economía suiza. En la primavera de 2012, la política del SNB fue evaluada por el Fondo Monetario Internacional en su consulta del artículo IV. El informe concluye que “la introducción del piso del tipo de cambio fue una respuesta de política adecuada ante el riesgo de contracción económica y de deflación” (FMI, 2012, p. 17).

4. Conclusiones

La crisis financiera ha ofrecido motivos adicionales para la cooperación entre los bancos centrales. Podrían ser necesarias y apropiadas

las acciones concertadas para preservar la estabilidad del sistema financiero mundial, sea en forma de recortes simultáneos de la tasa de interés o en forma de líneas de canje entre bancos centrales.

Pero la crisis también ha demostrado que en un mundo de libres movimientos de capital y de tipos de cambio flotantes, algunos países podrían resultar adversamente afectados por factores externos a un grado tal que pudiera constituir una grave amenaza para la economía interna. Si bien muchas economías emergentes han experimentado esta situación en reiteradas ocasiones en el pasado, es una experiencia poco habitual para Suiza. Desde fines de los años setenta, el SNB sólo había intervenido esporádicamente en el mercado de divisas (Fischer y Zurlinden, 1999).

Obviamente, la política actual del SNB no está libre de riesgos. En la economía global y en el sistema financiero actual, tan altamente interconectados, ningún país es inmune al contagio. Pero a la postre, alguien necesita correr este riesgo. En nuestro caso, el SNB está absorbiendo los riesgos para proteger la economía.

Bibliografía

- Allen, William, y Richhild Moessner (2010), *Central Bank-cooperation and International Liquidity in the Financial Crisis of 2008-9*, BIS Working Papers, núm. 310.
- Fischer, Andreas, y Mathias Zurlinden (1999), "Exchange Rate Effects of Central Bank Interventions: An Analysis of Transaction Prices", *The Economic Journal*, vol. 109, núm. 458, pp. 662-676.
- Fondo Monetario Internacional (2012), "Switzerland: 2012 Article IV Consultation – Staff report".
- Hamada, Koichi (1976), "A Strategic Analysis of Monetary Interdependence", *Journal of Political Economy*, vol. 84, núm. 4, pp. 677-700.
- Jordan, Thomas (2012), "Monetary Policy in Times of Crisis. Why Central Banks Talk to One Another", resumen de la participación en la Energie- Apéro Etavis, Zurich, 14 de mayo <<http://www.bis.org/review/r120516b.pdf>>. 



Panel 2
La cooperación
entre bancos centrales:
la experiencia de las economías
emergentes y en desarrollo

La cooperación entre bancos centrales: la experiencia de las economías emergentes y en desarrollo

En primer lugar, permítanme felicitar al CEMLA en su 60° aniversario. Durante los últimos 60 años, el CEMLA constantemente ha promovido un mejor conocimiento de temas financieros y monetarios en América Latina y el Caribe mediante la cooperación entre los bancos centrales de la región. Esta cooperación ha evolucionado siguiendo las condiciones económicas prevalentes, los avances en el pensamiento económico y las opiniones sobre las políticas públicas. Con este escenario de fondo, me gustaría analizar las experiencias de las economías emergentes y en desarrollo en el área de la cooperación de los bancos centrales.

Los bancos centrales tienen una larga tradición de cooperación. Con el tiempo, la meta de cooperación ha pasado de la estabilidad monetaria al tema más amplio de la estabilidad financiera, y han cambiado la intensidad y las formas de cooperación. Durante el decenio

Presidente del Centrale Bank van Curaçao en Sint Maarten.

de los veinte, la cooperación de los bancos centrales tenía como meta principal sostener el patrón oro. En los sesenta, los bancos centrales cooperaban principalmente para mantener el sistema de Bretton Woods de tipos de cambios fijos pero ajustables. Debido a las experiencias decepcionantes con las intervenciones en el tipo de cambio en el decenio de los setenta, los bancos centrales se inclinaron por la preservación de la estabilidad monetaria mediante acciones de política monetaria más que por la coordinación de políticas internacionales. A medida que los mercados financieros se volvieron más integrados gracias a los avances en tecnología, en los años ochenta y noventa los bancos centrales cooperaron en el desarrollo y la introducción de estándares internacionales para la regulación prudencial y la supervisión coordinada del sector financiero. Durante la crisis financiera iniciada en 2007, los bancos centrales coordinaron sus esfuerzos para lidiar con los riesgos sistémicos de liquidez y, por medio de la coordinación de políticas monetarias, intentaron reducir el riesgo de deflación y prevenir una profunda recesión global.

La cooperación entre los bancos centrales es importante tanto en el plano mundial como regional. La cooperación se estimula en escala mundial y se lleva a cabo en escala regional para responder a las diferencias regionales. En el caso de las economías emergentes o en desarrollo, la cooperación entre los bancos centrales sigue en términos generales las políticas acordadas por las instituciones multilaterales. El Banco de Pagos Internacionales es sin duda el mejor ejemplo de una organización mundial para el análisis, la consulta y la cooperación entre los bancos centrales. Por su parte, el CEMLA promueve la cooperación entre los bancos centrales en escala regional. En realidad, como lo mencionó Javier Guzmán, el CEMLA ha desempeñado un papel clave en la promoción de la coordinación regional mediante una perspectiva global. Así, el CEMLA se ha convertido en un jugador regional global.

Con los años, ha aumentado la cantidad de organizaciones de bancos centrales en nuestra región y entre ellas se incluye al Consejo Monetario Centroamericano (CMCA), el Fondo Latinoamericano

de Reservas (FLAR), y el Caribbean Centre for Money and Finance. Posiblemente la razón principal para la cantidad creciente de organizaciones regionales sea que los temas de tipo de cambio y de estabilidad financiera son de naturaleza regional y afectan directamente en una región particular. Estos temas pueden abordarse mejor en escala regional. También algunas economías emergentes y en desarrollo afirman que las organizaciones mundiales están abrumadoramente orientadas a las economías occidentales. Sin embargo, siempre existe el riesgo de que una proliferación de organizaciones regionales resulte en una fragmentación de nuestros esfuerzos de coordinación y cooperación que lleve a resultados menos eficaces.

Es muy importante la cooperación y la coordinación de las actividades de la banca central para las economías emergentes y en desarrollo. Los bancos centrales en las economías industrializadas a menudo tienen una sola responsabilidad: dirigir la política monetaria con el único objetivo de mantener la estabilidad de precios. En contraste, los bancos centrales en los países emergentes y en desarrollo generalmente tienen distintas tareas además de la política monetaria. Estas tareas incluyen la gestión de deuda, el asesoramiento al gobierno, y la regulación y supervisión del sector financiero. Por lo tanto, estos bancos centrales tienen que cumplir con distintas metas además de la estabilidad del tipo de cambio y de la promoción del crecimiento de la economía. Al mismo tiempo, los recursos de los bancos centrales, en especial los recursos humanos y financieros, son a menudo limitados. Por lo tanto, la cooperación y coordinación con otros bancos centrales pueden ser beneficiosas para estas instituciones.

Los bancos centrales están deseosos de cooperar entre sí siempre y cuando tengan metas comunes. Esta cooperación puede adoptar distintas formas, y la más simple de ellas es el intercambio de información y experiencias. En el caso de las economías emergentes y en desarrollo, la cooperación entre los bancos centrales en esta área es crucial dados sus recursos humanos y financieros relativamente limitados. En primer lugar, el intercambio de datos y proyecciones entre los bancos centrales les permiten comparar y analizar las condiciones y

tendencias económicas y financieras. En este contexto, son cruciales la estandarización de conceptos y la disponibilidad de datos. Segundo, los bancos centrales comparten y analizan teorías, estudios empíricos e investigaciones. Este intercambio puede mejorar su comprensión de temas económicos tales como metas de inflación, producto potencial, comportamiento del tipo de cambio, mecanismos de transmisión, y el equilibrio de las tasas de interés. También, los bancos centrales comparten información sobre sus elecciones y enfoques de políticas, lo cual puede estimular la coordinación de políticas entre ellos.

EL CEMLA ha desempeñado un papel importante en nuestra región en el área de difusión de la información y de las experiencias entre los bancos centrales. A lo largo del tiempo, el Centro ha realizado numerosos seminarios sobre metodologías estadísticas y enfoques teóricos. Además, el CEMLA publica y distribuye regularmente estudios empíricos realizados por los investigadores de los bancos centrales de la región, y organiza seminarios y conferencias para analizar sus hallazgos empíricos.

Una segunda área de cooperación entre los bancos centrales es la provisión de asistencia en circunstancias excepcionales. Con los años, los bancos centrales se han apoyado unos a otros en situaciones tales como crisis de liquidez para mitigar el riesgo sistémico de liquidez. Esta ayuda de emergencia ha abarcado, entre otras cosas, operaciones coordinadas de tipo de cambio. En el pasado, algunos bancos centrales en las economías emergentes y en desarrollo recibieron apoyos de emergencia de liquidez. Por ejemplo, durante la crisis de deuda de 1982, la Reserva Federal de Estados Unidos ofreció al Banco de México un acuerdo de canje por 700 millones de dólares. Durante la crisis de divisas de 1994, el Banco de Canadá ofreció a México un canje a corto plazo de 1,000 millones de dólares. Además, Brasil recibió apoyo financiero del Banco de Pagos Internacionales en 1998 en el contexto del programa de estabilización del FMI. Durante la reciente crisis financiera internacional, surgió una nueva forma de cooperación en la provisión de ayuda de emergencia. Los bancos centrales más grandes, como la Reserva Federal de Estados Unidos y el

Banco Central Europeo, establecieron mecanismos de canje con bancos centrales y acuerdos de recompra para brindar liquidez de emergencia a los bancos centrales.

Desde mi perspectiva, la tercera forma de cooperación entre los bancos centrales –y también la más ambiciosa– es la coordinación de sus políticas monetaria y de tipo de cambio. El motivo para la coordinación de políticas en estas áreas surge de las externalidades potenciales que la política interna de un país puede tener en otros países, esto es, las políticas de empobrecer al vecino (o *beggar-thy-neighbor*). Por ejemplo, el ajuste monetario en un país para reducir la inflación llevará a una apreciación del tipo de cambio y por lo tanto podría causar presiones inflacionarias en un socio comercial de ese país. Como resultado de la mayor globalización, estas diseminaciones se han hecho más evidentes.

Sin embargo, luego de la caída del sistema de Bretton Woods en 1971, cayó el apetito por una política monetaria coordinada y por la intervención en el tipo de cambio. Los funcionarios de los bancos centrales tenían la creencia común de que la mejor manera de lograr estabilidad monetaria era con políticas nacionales. Como resultado, los bancos centrales se inclinaron menos a comprometer su autonomía de políticas a cambio de la coordinación de políticas mundial o regional en las áreas de política del tipo de cambio y monetaria.

No obstante, la crisis financiera internacional ha provocado una intensificación en la coordinación de la política monetaria. En octubre de 2008, la Reserva Federal de Estados Unidos junto con los bancos centrales de Canadá, Inglaterra, Suecia y Suiza, y el Banco Central Europeo, anunciaron una reducción de sus tasas de interés para contrarrestar las presiones deflacionarias y la desaceleración económica en estos países. En mi opinión, esta intervención conjunta señaló el retorno a la estabilidad monetaria como una meta importante de la cooperación entre los bancos centrales. Así, hoy, la cooperación de los bancos centrales tiene como meta mantener tanto la estabilidad financiera como la monetaria.

Finalmente, la regulación y supervisión del sector financiero es una

cuarta área de cooperación entre los bancos centrales. Si bien la mayoría de los países industrializados tienen autoridades separadas a cargo de la regulación y supervisión financiera, en la mayoría de los países emergentes y en desarrollo esta tarea se concentra en el banco central. Por lo tanto, esta área de cooperación es muy relevante para la región.

Como mencioné, debido a los avances tecnológicos y a las innovaciones financieras, los mercados están más integrados entre los países. A fin de promover la estabilidad financiera, los bancos centrales han estado cooperando en el área de supervisión financiera y regulación prudencial. Además de los bancos centrales, quienes formulan las políticas públicas y otros agentes del mercado también han estado involucrados en estos esfuerzos internacionales. Un ejemplo de cooperación exitosa entre los bancos centrales en esta área es el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea. Además, los bancos centrales participaron en el Foro sobre la Estabilidad Financiera. También en nuestra región tenemos organizaciones de bancos centrales destinadas a promover la estabilidad financiera.

A pesar de estos esfuerzos, la economía mundial experimentó una profunda crisis financiera en 2007. Seguimos sintiendo los efectos de esta crisis. En un esfuerzo por evitar el colapso del sistema financiero mundial, las autoridades, particularmente en los países industrializados, tomaron medidas sin precedente con el fin de apoyar la demanda y de reducir el riesgo sistémico en los mercados financieros. Mientras tanto, mediante la cooperación multilateral y de las acciones de políticas colectivas entre, por ejemplo, los miembros del G20, se mitigaron los efectos de la crisis financiera. Esta cooperación multilateral y la coordinación de políticas ha reconfigurado la cooperación entre los bancos centrales en los países emergentes y en desarrollo.

Los economistas y los encargados de elaborar las políticas públicas de todo el mundo coinciden en que debe abordarse la debilidad que ha llevado a esta crisis financiera. Es necesario reforzar la regulación y supervisión financiera para evitar una crisis similar en el futuro. Para esto se necesitan una serie de pasos.

- 1) La regulación debería ampliarse para incluir a todas las actividades que planteen riesgos en todos los sectores de la economía.
- 2) La regulación financiera tendrá que enfocarse en el fortalecimiento del manejo de las instituciones financieras de la liquidez y de los riesgos.
- 3) Los conflictos de interés deberían reducirse haciendo que los bonos sean más congruentes con el éxito en el largo plazo que con las ganancias a corto plazo.
- 4) Debe mejorarse la transparencia del sistema financiero. En el área de supervisión financiera, el foco debería estar en la identificación de tendencias del sector financiero que podrían conducir a una crisis sistémica.

Una importante lección de la última crisis financiera internacional es que la cooperación y la coordinación de políticas son cruciales para mantener la estabilidad financiera. Por lo tanto, estos temas están ahora siendo abordados en escalas regional y mundial.

La cooperación internacional y regional en esta área es muy importante para el Centrale Bank van Curaçao en Sint Maarten para promover la estabilidad financiera en nuestra unión monetaria y para fortalecer nuestra posición como centro financiero internacional. Actualmente nuestro banco es miembro de algunas organizaciones internacionales y regionales cuya meta es la promoción de la estabilidad financiera. Entre ellas, la Asociación de Supervisores Bancarios de las Américas (ASBA), el Group of International Finance Centre Supervisors (GIFCS), el Caribbean Group of Banking Supervisors (CGBS), el Offshore Group of Insurance Supervisors (OGIS), la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS, por sus siglas en inglés), el Consejo de Autoridades Regulatorias de Valores de las Américas (COSRA por sus siglas en inglés), el Caribbean Group of Securities Regulators (CGSR), y el Offshore Group of Collective Investment Schemes Supervisors (OGCISS).


Los colegios de supervisores son un ejemplo importante de la cooperación regional que proporciona una supervisión eficiente y eficaz

en las instituciones financieras transfronterizas. Por lo tanto, dentro del Reino de los Países Bajos, que comprende a los Países Bajos, Aruba, Curazao y San Martín, también estamos incrementando la cooperación y coordinación en las áreas de supervisión y regulación del sector financiero. Hemos creado una estructura financiera de supervisión en la cual cada país dentro del Reino tiene sus propias instituciones supervisoras complementadas por un cuerpo que fija los estándares para todo el Reino: el Comité de Supervisores del Reino.

Este Comité está constituido por los presidentes de los respectivos bancos centrales y está a cargo de la preparación de leyes en línea con las mejores prácticas internacionales, la aplicación oportuna de reglas y regulaciones, y la vigilancia del cumplimiento de las normas. Esta estructura, si bien es regional, garantiza el cumplimiento de los estándares de supervisión internacional. Además, genera igualdad de condiciones con reglas uniformes dentro del Reino y promueve la credibilidad y la transparencia.

En mi opinión, y como resultado de la crisis financiera, ha surgido un nuevo orden económico. Este nuevo orden ha reconfigurado la cooperación entre los bancos centrales. Primero, se ha ampliado y profundizado el alcance de la cooperación entre los bancos centrales. Durante los últimos 30 años, el principal enfoque de la cooperación de los bancos centrales fue la estabilidad financiera. Hoy, la cooperación de los bancos centrales tiene como meta la estabilidad financiera y monetaria. Segundo, si bien los países industrializados eran los jugadores clave en el buen gobierno global antes de la crisis financiera, hoy las economías emergentes también están activamente involucradas en el proceso de toma de decisiones internacionales con respecto a los esfuerzos y a las intervenciones para la estabilidad monetaria y financiera. Las economías emergentes han ganado terreno gracias a las numerosas reformas estructurales que han introducido durante años. Como resultado de sus reformas, estos países han sido una fuente de fortaleza para la economía global durante la crisis reciente.

En conclusión, durante sus 60 años de existencia, el CEMLA ha sido testigo de distintas formas de cooperación entre los bancos centrales.

Hoy, la meta es promover tanto la estabilidad monetaria como la financiera. También las economías emergentes, entre ellas las de nuestra región, actualmente desempeñan un papel clave en el buen gobierno de la cooperación entre bancos centrales. El 60° aniversario del CEMLA es una ocasión no sólo para celebrar sino también para reafirmar nuestro compromiso con una estrecha colaboración para lograr la estabilidad monetaria y financiera, crucial para el desarrollo económico sustentable de nuestros países, la región y el mundo en general. 



Mario I. Blejer

La crisis financiera y los bancos centrales: efecto sobre metas de inflación e independencia

En primer lugar quiero agradecer al CEMLA y a sus autoridades por la cordial invitación a participar en este aniversario. Esta casa fue mi primer lugar de trabajo luego de graduarme, hace ya más de 35 años, y guardo recuerdos muy gratos de mi paso por el CEMLA. Probablemente en ese entonces no hubiese pensado ni hubiese estado de acuerdo con lo que escribo en esta ponencia, pero, como dijo lord Keynes, cuando las condiciones cambian, uno debe también cambiar de opinión. Lo contrario sería necesidad.

En este sentido, está muy claro hoy que la crisis financiera mundial ha planteado cuestiones fundamentales sobre los mandatos de los bancos centrales. En los últimos decenios, la mayoría de los bancos centrales se han centrado en la estabilidad de los precios como único y primordial objetivo. Con ello han apoyado la preponderancia de los *objetivos de inflación* como marco normativo preferente para la política

Exgobernador del Banco Central de la República Argentina.

monetaria y, a su vez, han propiciado la independencia operativa de los bancos centrales. Esa política ha dado resultado: la disciplina impuesta por la concentración estricta y rigurosa en un único objetivo ha permitido a las autoridades controlar –y vencer– la inflación.

Pero, a consecuencia de ese estricto planteamiento, las autoridades desatendieron la formación de burbujas de precios de los activos y los productos básicos y pasaron por alto la inestabilidad resultante en el sector bancario, cosa que por sí sola requiere un examen de la eficacia global de los objetivos de inflación. Además, después de que estallara la crisis financiera los bancos centrales se sintieron cada vez más obligados a abandonar los objetivos de inflación y a aplicar una infinidad de medidas monetarias heterodoxas para mitigar las consecuencias del desplome y facilitar la recuperación económica.

Como las economías avanzadas están luchando para evitar el colapso financiero, librarse de la recesión, reducir el desempleo y recuperar el crecimiento, se pide a los bancos centrales que aborden, a veces simultáneamente, los desequilibrios en aumento, lo que ha desencadenado la búsqueda de una nueva formulación radical de sus objetivos y ha despertado dudas sobre la idoneidad de mantener su independencia.

En particular, el comportamiento de los bancos centrales durante la crisis ha puesto en duda que el marco de los objetivos de inflación sea uno eficaz en casos de crisis sistémicas y, más en general, que se pueda mantener durante ciclos económicos enteros. Al fin y al cabo, un régimen normativo que deja de lado su único objetivo durante una crisis parece carecer de la capacidad para afrontar problemas inesperados. Los críticos consideran este síndrome de *camisa de fuerza de la crisis* el problema principal que entraña una política basada exclusivamente en los objetivos de inflación.

Si bien se pueden formular argumentos teóricos para justificar los recientes abandonos de la política ortodoxa, la realidad es que en el mundo posterior a la crisis los objetivos de los bancos centrales de los países avanzados ya no se limitan a la estabilidad de los precios. En Estados Unidos, la Reserva Federal ha adoptado esencialmente un

objetivo cuantitativo de empleo, mientras que en otros países se están debatiendo objetivos del PIB nominal y otras variables. Y la estabilidad financiera es una vez más un deber de los bancos centrales, incluido el Banco Central Europeo, más conservador.

Ese cambio hacia objetivos normativos múltiples reduce inevitablemente la independencia de los bancos centrales. Algunos analistas han afirmado recientemente que se debe a que, para lograr el crecimiento del PIB, la creación de puestos de trabajo y la estabilidad financiera, además del establecimiento de prioridades cuando surgen disyuntivas al respecto, hacen falta claramente decisiones políticas, que no deberían correr a cargo exclusivamente de funcionarios no elegidos democráticamente. Además, al reducir las tasas de interés casi a cero, la actual política monetaria de relajación cuantitativa (aumentar la masa monetaria comprando títulos públicos) tiene fuertes repercusiones, con frecuencia regresivas, en los ingresos. Los oponentes de la independencia de los bancos centrales sostienen que, dadas las consecuencias –en materia de asignación y distribución– de las intervenciones de política monetaria, la adopción de decisiones por parte de los bancos centrales debe estar sujeta a un control político.

Pero ese argumento no tiene en cuenta un detalle importante. Si bien es cierto que los objetivos normativos múltiples suelen intensificar el carácter políticamente delicado de las decisiones de los bancos centrales, centrarse sólo en la estabilidad de los precios tiene también consecuencias distributivas y repercusiones políticas importantes. En realidad, la politización es una cuestión de escala, no una transformación fundamental de la adopción de políticas monetarias.

La razón auténtica por la que la independencia de los bancos centrales suele crear un déficit democrático, cuando se aplica un régimen de política monetaria con multitud de objetivos, y por la que ha llegado a ser cada vez más vulnerable es que los dos argumentos principales a su favor ya no son aplicables.


El primer argumento a favor de la independencia de los bancos centrales es el de que sin ella los políticos pueden aprovechar los efectos positivos a corto plazo de una política monetaria expansiva en época

electoral, sin tener en cuenta sus consecuencias inflacionistas a largo plazo. (En cambio, en el caso de las políticas fiscal y de tipos de cambio raras veces se dan esas disyuntivas temporales, por lo que son difíciles de aprovechar para obtener beneficios políticos.) Pero este argumento resulta irrelevante cuando la misión de velar por la estabilidad de los precios ya no es la única que tienen las autoridades monetarias.

El segundo argumento en pro de la independencia institucional es el de que los bancos centrales tienen una clara ventaja comparativa al abordar las cuestiones monetarias y, por tanto, se puede confiar en que perseguirán sus objetivos independientemente, pero no se puede hacer extensiva dicha ventaja a otros sectores normativos.

Como es probable que los bancos centrales sigan persiguiendo objetivos múltiples durante mucho tiempo, seguirá erosionándose su independencia. Mientras los gobiernos no invadan excesivamente el ámbito de adopción de decisiones de los bancos centrales, esa evolución restablecerá el equilibrio en la formulación de políticas y apoyará la coordinación normativa, en particular en momentos de tensión.

Para lograr un resultado positivo, las autoridades deben crear un marco totalmente transparente con *normas de intervención* muy precisas. Un marco estricto para permitir y al mismo tiempo limitar la intervención del gobierno en la adopción de decisiones de los bancos centrales es particularmente decisivo en los mercados en ascenso, en vista de que en la mayoría de ellos la independencia de los bancos centrales ha contribuido no sólo a erradicar la inflación, sino también al fortalecimiento institucional.

La independencia de los bancos centrales es una innovación institucional peculiar. Ciertos modelos teóricos aparentemente irrefutables tienen un paradigma subyacente que ha cambiado en gran medida y que, si se preserva, ha de causar problemas políticos graves. Aunque no les guste, las autoridades deben aceptar que la independencia de los bancos centrales seguirá debilitándose y deben prepararse para afrontar las consecuencias. 



Julio Suárez

La cooperación entre bancos centrales: la experiencia de las economías de América Central

Muchas gracias a Javier Guzmán y a todo el equipo del CEMLA por la invitación para participar en esta importante conferencia relativa a la Cooperación entre Bancos Centrales a Principios del Siglo XXI. Trataré de hacer mis comentarios desde un punto de vista práctico, en particular acerca de la coordinación entre los países centroamericanos y sus beneficios, teniendo en consideración que son economías muy pequeñas con fuertes vínculos comerciales, que comparten un mercado común e integran un bloque económico y social que data de los años sesenta y donde hay mecanismos de cooperación en varios campos de la política económica pero que, considero, han sido mucho más profundos en los órdenes monetario y financiero, por medio de sus respectivos bancos centrales. Además, merece la pena destacar el papel que el CEMLA ha desempeñado para establecer mecanismos de coordinación entre bancos centrales, no sólo mediante las asambleas

Vicepresidente del Banco de Guatemala.

de gobernadores o la participación en los distintos foros, reuniones y talleres que organiza, sino también con la publicación de documentos que contienen investigaciones y aportes técnicos, que contribuyen de manera significativa en la formación del personal de nuestros bancos centrales.

Como indiqué, la experiencia de Centroamérica en temas de cooperación proviene de los años sesenta con la conformación del Sistema de Integración Económica Centroamericana. Derivado de ese proceso de integración surgieron una serie de instituciones orientadas a fortalecer dicho proceso, entre ellas el Consejo Monetario Centroamericano (CMCA), el cual está conformado por los presidentes de los bancos centrales de Centroamérica y más recientemente también por el del banco central de la República Dominicana, siendo este Consejo el principal foro sobre temas relativos a la política monetaria en la región; este Consejo creó una Secretaría permanente que se encarga de dar seguimiento continuo a los diferentes mandatos emanados de las cumbres de presidentes del SICA, así como del mismo CMCA, dando forma a un verdadero mecanismo de coordinación entre los bancos centrales de la región; entre otras funciones que realiza dicha Secretaría, destaca la de velar por la cooperación intrarregional en una variedad de temas vinculados con aspectos monetarios, financieros, de balanza de pagos, cuentas nacionales, así como otros de orden administrativo u operativo propios de la banca central.

Un resultado relevante de esos modelos de cooperación ha sido la conformación y homogenización de las estadísticas monetarias y financieras, de balanza de pagos y de cuentas nacionales. En estos procesos, además de elaborar metodologías conjuntas entre los bancos centrales, se ha logrado intercambiar conocimiento y experiencias, que han contribuido a reducir los costos tanto financieros como de recursos humanos en la elaboración de dichas metodologías o en la aplicación de las mismas. Adicionalmente, al ser un esfuerzo conjunto de la región, se ha aprovechado de mejor manera la asistencia técnica que provee el Fondo Monetario Internacional o la de otros organismos de cooperación. Este intercambio de experiencias, además de

contribuir a la formación de capacidades internas, ha sido tomado en cuenta como ejemplo en otros grupos de países.

El mecanismo de coordinación y cooperación entre bancos centrales de la región, derivado de los logros alcanzados, motivó la conformación de otros consejos en otras áreas de política económica, siendo uno de ellos el Consejo de Supervisores Bancarios de alcance regional, en parte derivado de la creciente presencia transfronteriza de la banca local en los diferentes países de la región. El funcionamiento de este Consejo ha permitido tener reuniones conjuntas entre autoridades de los bancos centrales y superintendencias de bancos en escala regional para abordar temas relativos a la estabilidad bancaria y financiera, tema relevante en los esfuerzos que realizan los bancos centrales para mantener la estabilidad de precios. Dentro de los resultados alcanzados se encuentran análisis técnicos sobre estabilidad financiera regional y armonización de algunas normativas prudenciales; identificación de riesgos y fortalezas de los sistemas financieros, así como compartir los beneficios de la aplicación de estándares y normas para el mejor funcionamiento de los sistemas financieros de la región con el propósito de mitigar los riesgos sistémicos no sólo en el plano interno sino en el regional.

En general los bancos centrales de la región, al igual que muchos bancos centrales del mundo, tuvieron que coordinar esfuerzos a fin de fortalecer su independencia y autonomía, ante la constante amenaza que enfrentaron nuestras instituciones de utilizar de manera populista la política monetaria, cambiaria y crediticia, aspecto que limitó el uso adecuado de la primera para alcanzar su objetivo fundamental de estabilidad de precios y condujo a desequilibrios macroeconómicos importantes durante el decenio de los ochenta. Esos esfuerzos en general dieron sus frutos por que, al ser un problema generalizado, permitió que se abordara desde diferentes perspectivas al conocerse las acciones que los diferentes bancos centrales fueron adoptando o discutiendo en su momento para afrontar dichas amenazas; en muchos casos se requirieron de cambios legales, en otros cambios en el plano constitucional, pero en general tenían el objetivo de asegurar

la independencia y autonomía en las decisiones de la banca central, procurando que dichas decisiones se adoptasen sobre la base de discusiones técnicas.

En estos procesos de cooperación también hubo experiencias no tan exitosas, como la Cámara de Compensación Centroamericana, que se ideó como un mecanismo para el intercambio de pagos vinculados al comercio regional y que tuvo que abandonarse por las dificultades que enfrentaron los países de la región durante los años ochenta y que resultaron en deudas intrarregionales. Sin embargo, a pesar de ser una experiencia no tan exitosa, sí demostró que un mecanismo de esa naturaleza, aunque pensado de manera distinta, puede ser muy útil para agilizar las transacciones comerciales entre países; en ese sentido, el Consejo Monetario Centroamericano recientemente convino en emprender un Sistema de Interconexión de Pagos entre los países de Centroamérica y la República Dominicana, el cual está demostrando ser muy útil para la liquidación de las diferentes transacciones de índole comercial y en el cual el riesgo ya no lo asumen los bancos centrales, sino los participantes privados. Este mecanismo permite la liquidación en tiempo real, los participantes utilizan a su banco local, y los bancos centrales únicamente ponen a disposición la infraestructura que hace posible dicha liquidación.

Asimismo, en la región hay un interés cada vez mayor en fortalecer la conducción de la política monetaria, tomando en cuenta las mejores prácticas que en dicha materia se han aplicado en otros países. En ese sentido, algunos países hemos adoptado el régimen de metas de inflación, en momentos previos a la crisis o muy cercanos a ella. Dicho proceso ha implicado muchos retos, pues las economías pequeñas tienen alta exposición a los choques exógenos y muchas veces se requiere de instrumentos de análisis más complejos que los requeridos en el marco de agregados monetarios. Ello ha demandado buscar mecanismos de cooperación con bancos centrales con mayor experiencia en dicho régimen. La experiencia de Guatemala, en particular, ha sido muy enriquecedora pues hemos contado con la cooperación de los bancos centrales de Inglaterra, la República Checa, Chile, Colombia,


México y Perú, de los cuales hemos recibido varias asistencias técnicas de un excelente nivel en diversos temas, que incluyen gobernanza, comunicación, desarrollo de modelos econométricos, modelos macroeconómicos semiestructurales y estructurales, modelos de predicción, de fortalecimiento de mecanismos de transmisión de política monetaria, de mercados de dinero y cambiarios, etc. Todos ellos han permitido incrementar la capacidad técnica del personal y la forma en que se toman las decisiones en cuanto a la tasa de política monetaria, es decir, fortaleciendo el papel de los órganos de dirección, pero sobre todo mejorando la transparencia y rendición de cuentas. Este proceso ha sido mucho más fácil por la cooperación recibida de los diferentes bancos centrales y por las participaciones de nuestro personal en una serie de foros, seminarios o talleres organizados por organismos financieros internacionales, bancos centrales o instituciones como el CEMLA u otros centros similares a este.

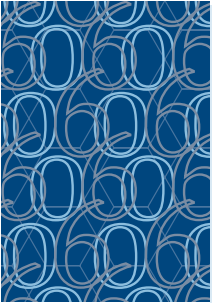
El camino recorrido también nos ha permitido compartir nuestra experiencia con otros bancos centrales de la región y hemos promovido y facilitado lo que hemos aprendido. Hemos aprovechado conjuntamente las asistencias técnicas del Fondo Monetario Internacional y del Centro de Asistencia Técnica de Centroamérica, Panamá y República Dominicana, el cual además de brindar asistencia técnica a los bancos centrales de la región, la proporciona a los ministerios de hacienda, administraciones tributarias y a las superintendencias de bancos.

En otro campo en el que también hemos logrado una importante cooperación es la administración de reservas monetarias internacionales mediante la participación en el Reserves Advisory and Management Program (RAMP), del Banco Mundial, y en el cual participan otros cuatro países de la región. Dicho programa busca contribuir de manera eficaz en la adopción de mejores prácticas y estándares internacionales en la administración de las reservas monetarias internacionales de los bancos centrales. El programa es para aprender haciendo y, dada su naturaleza, permite intercambiar experiencias con autoridades y personal de otros bancos centrales alrededor del mundo. Guatemala es un país considerado *graduado* dentro de dicho programa, y además

de recibir asistencia técnica, nuestro personal también ya proporciona conocimiento y experiencia a otros bancos centrales en este tema.

Una iniciativa que considero importante destacar en esta discusión sobre la cooperación entre bancos centrales, particularmente exitosa para Guatemala, es el Programa de Estudios Superiores en Banca Central, en conjunto con el CEMLA. Este Programa nació para reforzar las capacidades de los técnicos que trabajan en el Banco Central; en este se ha capacitado personal de los diferentes bancos centrales de la región, estudiantes de diferentes universidades de Centroamérica y funcionarios de otras entidades públicas o privadas de Guatemala. La participación de estudiantes no vinculados a la banca central se considera muy positiva pues, además de aumentar el nivel de conocimiento, ha contribuido a mejorar el entendimiento del porqué de las políticas que sigue el banco central y a formar generadores de opinión con un conocimiento más amplio en temas relativos a la banca central. Este programa ha contado con un cuerpo de docentes de alto nivel, muchos de ellos funcionarios de otros bancos centrales.

En conclusión, quiero resaltar que la cooperación entre los bancos centrales ha sido fundamental para mantener la estabilidad en el nivel de precios y un sistema financiero sano y estable en el plano regional. 



Panel 3

Cooperación técnica entre bancos centrales



Jorge Roldós

Presentación

Me gustaría felicitar al CEMLA en su 60° aniversario y agradecerle a Javier Guzmán la invitación para participar en este importante acontecimiento. Concentraré mi comentarios en la fructífera colaboración que hemos establecido recientemente entre el CEMLA y el Instituto de Capacitación (Institute for Capacity Development, ICD) del FMI.

Como probablemente saben, el ICD ofrece capacitación para los funcionarios públicos de diversos países en temas financieros y macroeconómicos. Dicha formación se lleva a cabo en nuestras oficinas centrales, así como en nuestra red global de Centros de Capacitación Regional (siete Centros) y Centros de Asistencia Técnica Regional (nueve Centros). El nuevo ICD está tratando de lograr una mejor coordinación de la asistencia técnica y de las actividades de capacitación. Con ello surge la posibilidad de que nuestra colaboración con el CEMLA, actualmente de tres cursos por año en América Latina, sea aún más estrecha. Los cursos forman parte de algunos de nuestros programas de estudio más avanzados, y se elaboraron para satisfacer las necesidades de los países más adelantados de la región. A modo


Director Asistente, Instituto de Capacitación, FMI.

de ejemplo de lo que hacemos, me concentraré a continuación en dos de ellos.

El curso “El uso de modelos DSGE para la elaboración de políticas públicas” se preparó en respuesta a la solicitud de algunos bancos centrales durante una reunión con los titulares de capacitación de la región en Washington en 2008. Si bien ya se habían impartido en la región algunos cursos sobre los modelos DSGE, queríamos enfocarnos en el uso y en la interpretación de estos modelos, no en los modeladores mismos, si bien estos podrían ser valiosos en el curso. El principal objetivo era develar la característica de *caja negra* que a menudo presentan los modelos complejos a los usuarios o a aquellos que brindan información a los modeladores. En esta línea, el curso presenta y debate modelos simples, agregando fricciones y choques secuencialmente relevantes, para estudiar la economía tras los mecanismos de transmisión de los choques. Cada modelo simple se usa para debatir las opciones de política que enfrentan las autoridades del país cuando resienten uno de estos choques. Ante algunas críticas sobre la falla de los modelos para predecir la crisis financiera reciente, el curso también debate cuándo y cómo usar estos modelos, así como la manera de combinarlos con aportes de otras fuentes.

El otro curso, “Políticas macroprudenciales”, se derivó a partir de cursos sobre lecciones de las crisis financieras recientes. Luego de la síntesis de estas lecciones, el curso avanza hacia la revisión de las debilidades del enfoque microprudencial y aborda ambas dimensiones del riesgo sistémico: la prociclicidad y la diseminación entre países. En el tema de prociclicidad, el curso describe algunos de los enfoques adoptados en una serie de países de mercados emergentes para abordar el tema, así como las nuevas herramientas regulatorias tales como las provisiones dinámicas y los mecanismos de contención de capital anticíclico. En el tema de la divulgación, el curso tiene una sección conceptual/teórica seguida de un taller respectivo sobre los enfoques más aceptados: los enfoques de red y co-VaR. Finalmente, el curso también aborda temas relacionados con la elaboración de políticas macroprudenciales, esboza algunas maneras en las cuales se

introducen las fricciones financieras en los modelos DSGE y el significado de estas fricciones para la interacción de las políticas monetaria con la macroprudencial.

En resumen, los cursos abordan algunos de los temas actuales más apremiantes con los que lidian los bancos centrales, y han recibido muy buenas evaluaciones de los participantes de la región. El CEMLA ha sido un socio excelente en este emprendimiento, permitiéndonos cubrir brechas relevantes en nuestro currículum y estamos listos para seguir trabajando con el Centro. En especial, nos gustaría organizar conjuntamente seminarios de mayor nivel y otros eventos de cooperación *multilateral* que incluyan a nuestros colegas de Asia. 



Jürgen Sterlepper

Cooperación técnica entre bancos centrales: el caso del Bundesbank

El comienzo de la cooperación técnica en el Deutsche Bundesbank

Con más de 20 años de experiencia en cooperación técnica para bancos centrales (TCBC por sus siglas en inglés), el Bundesbank rememora un pasado variado no sólo en cuanto al ámbito de actividades, sino también con respecto a los rápidos avances políticos de años recientes. Desde su concepción, el Bundesbank siempre ha estado dispuesto a proporcionar orientación y asistencia a los bancos centrales del extranjero cada vez que lo han necesitado. Sin embargo, los acontecimientos históricos de principios de los años noventa, principalmente el final de la guerra fría y la caída de la Unión Soviética, constituyeron el inicio de un nuevo capítulo para el banco: el nacimiento de la TCBC como institución.

Director del Centro de Cooperación Técnica para Bancos Centrales del Deutsche Bundesbank.

El entonces vicepresidente y posterior presidente del Bundesbank, Hans Tietmeyer, y muchos otros miembros del Consejo del Banco Central rápidamente tomaron conciencia de la importancia política del colapso del sistema económico comunista y sus efectos imprevisibles en toda la economía, en el sistema de divisas y en la banca central de las regiones afectadas. El Bundesbank fue consciente del hecho de que su responsabilidad en la política de estabilidad no terminaba en las fronteras de Alemania. Así, desde el inicio, estuvo abierto a los pedidos de capacitación o asesoramiento desde todos los rincones del mundo, y apoyó activamente el establecimiento y la expansión de sistemas de bancos centrales en las economías de mercado de todo el mundo. Hoy, el Bundesbank ofrece capacitación a la medida y servicios de asesoramiento para los bancos centrales de todo el mundo. Al brindar su rica experiencia y conocimiento al proceso de desarrollo mundial, el Bundesbank contribuye a establecer y estabilizar los sistemas financieros en sus países socios.

Desarrollo de la TCBC en el Deutsche Bundesbank

Trabajo básico luego de la caída de la Cortina de Hierro (1990-1993)

Luego de la caída de la Cortina de Hierro y de la disolución de la Unión Soviética, el proceso de transformación económica a principios de los años noventa desató la reestructuración del sistema financiero en casi todos los países en Europa Central y Oriental. El sistema bancario, que hasta ese momento había sido de un solo nivel, planeado desde el centro, fue remplazado por un sistema de dos niveles en el cual se separaron las funciones comercial y de banca central. Al frente de los sistemas de banca recientemente estructurados se necesitaban bancos centrales que funcionaran bien, independientes, armados de un conjunto de instrumentos eficaces de política monetaria y capaces de promover la reforma monetaria y la estabilización económica en los países en transición. Durante el proceso de reforma, algunos países

fueron capaces de recurrir a los fundamentos de los bancos estatales que había; sin embargo, otros se enfrentaron al desafío de empezar de cero.

En ambos casos, hubo que superar grandes obstáculos en un tiempo relativamente corto y se necesitó de un trabajo innovador. Los bancos tenían poca experiencia de primera mano en mecanismos de control de mercados e instrumentos de política monetaria indirecta, así como una escasez de conocimiento teórico y práctico relevante para sus funciones. Al mismo tiempo, en muchos casos faltó en principio el apoyo político requerido para las reformas necesarias. Sin embargo, el proceso de reforma resultó un éxito: cayeron las tasas de inflación, las monedas nacionales se volvieron convertibles, y se hicieron avances en el establecimiento y monitoreo de los bancos comerciales y de los mercados financieros, demostrando así que la reforma estaba encaminada.

Fortalecimiento de la cooperación con Europa Oriental, Rusia, otros países de la extinta Unión Soviética y China (1993-2004)

Los avances que dejó el proceso de transformación inevitablemente tuvieron efecto en el proceso de integración europea. Luego de que los estados de Europa Central y Oriental recuperaron su soberanía total, el enfoque se centró en allanar el camino para integrar a estos países en la Unión Europea. Con los criterios acordados en Copenhague en junio de 1993, la Unión Europea estipuló las condiciones que debían cumplirse para que se aceptaran más adherentes y, al mismo tiempo, también brindó asistencia y financiamiento para permitir a los candidatos que adoptaran el *acquis communautaire* (acervo comunitario). Esto incluía naturalmente a la banca central como un pilar crucial para el buen funcionamiento del sistema monetario. Así, las actividades de TCBC del Bundesbank se centraron en ayudar a los países de Europa Central y Oriental a transitar el camino de integración a la Unión Europea mejorando su entendimiento de temas clave para los bancos centrales y ayudando a los bancos socio a cumplir con los requisitos legales, organizativos e instrumentales. El Bundesbank (junto con el

Banco Central Europeo) realizó numerosos seminarios sobre el proceso de adhesión a la Unión Europea en Fráncfort. Estos seminarios tenían como meta garantizar una integración sin problemas de los bancos centrales de los países adherentes al Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) y finalmente al Eurosistema. En términos geográficos, el Bundesbank atendió los estados bálticos, Polonia, la República Checa y Eslovaquia. Esta fase se concluyó con éxito con la adhesión de estos países a la Unión Europea el 1 de mayo de 2004.

TCBC en tiempos de la globalización (2004 a la fecha)

El grado creciente de integración entre Estados genera nuevas demandas de cooperación entre los Estados y las instituciones nacionales las cuales, como sucedía con los bancos centrales en el pasado, a menudo se enfocan en lo que sucede en su propio territorio. Más aún a la luz de la globalización. En primer lugar, sigue avanzando el proceso de integración europea y ahora ha alcanzado a los países balcánicos. La Política Europea de Vecindad, adoptada en mayo de 2004, lleva esto a un paso más adelante. Segundo, las crecientes interdependencias han alimentado los intereses mutuos en todo el mundo. El hecho de que esto no incluya sólo a las regiones desarrolladas sino también a áreas que el público en general consideraba antes como de importancia secundaria se ilustra por ejemplo con la nueva estrategia de la Unión Europea para Asia Central a partir de 2007 y con el programa alemán Federal President's Partnership con África. En particular la crisis financiera de 2008 y 2009 demostró la inmensa necesidad internacional de intercambio de ideas bilaterales y multilaterales, también para los bancos centrales. El Bundesbank es, y sigue siendo, un socio sumamente respetado y buscado para este tipo de intercambio global. Este ha tomado en cuenta los sucesos actuales para las actividades de TCBC en su Estrategia 2016 y se posicionó en consecuencia. Por lo tanto, las actividades se siguen centrando en los países adherentes y candidatos a la Unión Europea, los países vecinos de la Unión, los estados sucesores de la extinta Unión Soviética y los países importantes de industrialización reciente. Además, el Bundesbank continúa

extendiendo su cooperación en escala regional (con un modelo de distribución en forma de estrella) en África, Asia y América Latina.

Desarrollo organizativo de la TCBC en el Deutsche Bundesbank

Inicialmente, las actividades del Bundesbank eran coordinadas por un área pequeña del Departamento del Exterior. En un principio, el equipo tenía sólo cuatro miembros que contaban con el apoyo de especialistas de todo el Bundesbank, por ejemplo, de la Oficina Central, de las Oficinas Regionales y de la Universidad de Ciencias Aplicadas del Bundesbank. Esto permitió que todos los recursos del Bundesbank se usaran efectivamente para las actividades de TCBC. El incremento de la demanda en los años siguientes fue la base para un alza significativa en la contratación de personal. La sección de Cooperación Técnica de Banca Central fue elevada a división. Al mismo tiempo, la cantidad creciente de actividades de TCBC llevó a la creación de nuevas posiciones para conferencistas especialistas en TCBC para cubrir áreas sustantivas de la banca central. Para cumplir con los desafíos especiales que plantea la globalización, a mediados de 2005 el Bundesbank transformó su división de Cooperación Técnica de Banca Central en un Centro para la Cooperación Técnica de Banca Central independiente. Desde 2011, este Centro se ha convertido en una división del nuevo Departamento de Educación Económica, Universidad y Cooperación Técnica de Banca Central. Hoy, aproximadamente 28 miembros del personal son empleados del área de cooperación entre los bancos centrales: casi la mitad en gestión de proyectos, y la otra mitad en educación y capacitación.

El significado de la cooperación técnica entre bancos centrales para el Deutsche Bundesbank

Para el Deutsche Bundesbank, la cooperación técnica entre bancos centrales se refiere a la cooperación entre los bancos centrales como socios igualitarios. Su meta es promover la estabilidad económica y financiera en muchos países del mundo mediante la cooperación

internacional y, por lo tanto, apoyar a todo el sistema financiero global. La cooperación técnica de banca central está estrechamente ligada a los términos *construcción de capacidad* y *mejores prácticas* en la banca central. El enfoque adoptado está orientado menos a la teoría y más al espectro total de la práctica en la banca central. Hoy la atención está en las cinco áreas de negocios centrales del Bundesbank: gestión de efectivo, sistemas monetarios y financieros, política monetaria, supervisión bancaria y sistemas de pago. Si bien el enfoque inicial estuvo en impartir conocimientos teóricos relativos a las tareas y funciones de los bancos centrales en las economías de mercado, durante el proceso de puesta al día los bancos socios requirieron un foro en el cual pudieran intercambiar experiencia práctica. Aproximadamente desde el cambio del milenio, la demanda se ha encaminado notablemente hacia temas de especialidad. Si bien los temas de política monetaria eran predominantes en las primeras agendas, las listas de requisitos de los bancos centrales incluyen ahora temas relativos a la supervisión bancaria, la estabilidad del mercado financiero y temas internos de los bancos centrales, tales como el buen gobierno de los mismos. Esto sin duda es reflejo del cambio en las actividades de los bancos centrales del Eurosystema, especialmente desde la introducción del euro. Considerando el estado actual de las cosas, los temas relativos a la crisis financiera serán posiblemente los más destacados en el corto y mediano plazos. La implementación operativa de nuestra cooperación técnica para bancos centrales es tan variada como individual. La gama de instrumentos empleados incluye seminarios básicos para el nuevo personal, seminarios avanzados, y expertos que participan en talleres y en paneles de análisis de alto nivel. Este enfoque nace de la simple idea de que el intercambio mutuo de ideas y experiencias entre bancos centrales es extremadamente útil y valioso para todos los involucrados.

Hoy, el Centro para la Cooperación Técnica de Banca Central tiene 28 empleados, entre ellos un director, un subdirector, siete asesores, 19 coordinadores de proyecto y personal de apoyo. Además, disponen del respaldo de todos los especialistas del Bundesbank. El Deutsche


Bundesbank realiza aproximadamente 300 eventos de cooperación técnica para bancos centrales al año, la mitad en Alemania y la mitad en el mundo. Estos eventos cuentan con la asistencia de aproximadamente 3,000 miembros del personal de bancos centrales, de los cuales unos 1,000 son nuestros invitados en Alemania. El Bundesbank mantiene un contacto relativamente cercano con más de 80 bancos centrales de todo el mundo. El programa de cooperación técnica de banca central del Bundesbank depende de la demanda de cursos: nosotros no imponemos los cursos. Nuestro deseo no es instruir a nuestros socios de bancos centrales internacionales sino informar y debatir con ellos: informarles sobre cómo ve las cosas el Deutsche Bundesbank, y debatir sobre cualquier opinión profesional que deba difundirse. Ciertamente, este es el eje de todas las actividades de nuestra cooperación con los bancos centrales.

Nuestra relación con el CEMLA

El Centro para la Cooperación Técnica de Banca Central del Bundesbank ha trabajado con el Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA) desde 1996. De acuerdo con una decisión tomada el 18 de diciembre de 1996 por el entonces directorio del Bundesbank, su sociedad se clasifica como afiliación con estatus de cooperación, que comprende el componente relacionado con el contenido y la contribución financiera. En septiembre de 2011, se reforzó esta cooperación bilateral con la firma de un Memorando de Entendimiento.

En su carácter de centro regional de cooperación monetaria, el CEMLA ofrece al Bundesbank la oportunidad única de compartir su conocimiento, experiencia y procedimientos con el personal de todos los bancos centrales de América Latina y del Caribe. En cuanto a contenidos y al concepto, las actividades de TCBC del Bundesbank siempre están adaptadas para cumplir con las necesidades de capacitación y asesoramiento de manera tan exacta como sea posible. Con esto se evita un exceso de servicios y así se garantiza el mejor uso de los recursos y una mayor flexibilidad de tiempo para poder ofrecer nuestra

asistencia de manera oportuna y eficiente. Desde su concepción, los elementos clave del TCBC han sido no sólo el espectro total de conocimiento institucional del Banco sino también el conjunto de herramientas flexibles de las que dispone. Todos los seminarios, cursos o talleres realizados en el marco del CEMLA se concentran en cuestiones modernas de la banca central, esto es, en la elaboración de modelos y proyecciones, en la supervisión macroprudencial, en el buen gobierno de la banca central o en la auditoría interna de los bancos centrales. Desde el inicio de la relación, ha ido en crecimiento la cantidad de actividades realizadas por los expertos del Bundesbank. En 2011, se realizaron nueve actividades en comparación con dos en 2005 y la cantidad de participantes de América Latina y el Caribe alcanzó los 176 por año en comparación con 36 en 2006.

En estos años, la cooperación con el CEMLA ha sido muy satisfactoria para nosotros. Confiamos en la buena experiencia organizativa de la sede del CEMLA en la ciudad de México, y consideramos al CEMLA nuestra plataforma para América Latina. 



Hoo-Kyu Rhu


Cooperación técnica entre bancos centrales: la experiencia del SEACEN

Desde su origen en 1982, The SEACEN Centre (SEACEN) ha logrado su posición única regional de servicio a su membrecía de 18 bancos centrales y autoridades monetarias en la región de Asia-Pacífico mediante sus programas de capacitación e investigación, y sus plataformas de alto nivel para trabajo en red y colaboración con el fin de edificar capacidades en el conocimiento de la banca central. Al celebrar sus 30 años, el SEACEN ha establecido una amplia red de colaboración más allá de su membrecía, con la participación de otros 17 bancos centrales y autoridades monetarias, en calidad de invitados, que participan como tales en los programas de capacitación del SEACEN, así como 26 socios estratégicos regionales e internacionales, incluyendo el CEMLA, con los cuales el SEACEN colabora en el diseño y la impartición de sus programas sobre banca central. Los programas de capacitación e investigación del SEACEN, y sus plataformas de alto

Director Ejecutivo, The SEACEN Centre.

nivel, están dirigidos al conocimiento en banca central sobre la gestión de las políticas monetaria y macroeconómica; estabilidad financiera y supervisión, y sistema de pago y liquidación. Además, el SEACEN también elabora y proporciona programas de capacitación en liderazgo y buen gobierno en la banca central. Al basarse en sus mejores prácticas en capacitación, los programas del SEACEN están contextualizados para satisfacer las necesidades de los miembros del SEACEN, así como para medir el resultado de la experiencia de aprendizaje.

Derivado de su visión de constituirse en “el núcleo regional de capacitación para los bancos centrales de la región Asia-Pacífico”, el SEACEN tiene el mandato de construir capacidades en banca central, e impulsar la colaboración y el trabajo conjunto entre los miembros del SEACEN en foros regionales e internacionales. Para lograr esta visión y misión, el SEACEN ha proyectado cuatro propuestas de valor, que son: promover el liderazgo de pensamiento, alcanzar posturas regionales, compartir conocimiento y experiencia, y ser un centro de excelencia en capacitación sobre banca central. Estas propuestas fueron formuladas para acrecentar el valor de las partes interesadas, y pueden concretarse estableciendo una nómina sólida de expertos; fortaleciendo la capacidad en investigación y desarrollo curricular; encabezando foros para la discusión de asuntos y retos para la banca central, y aprovechando la gestión del conocimiento y la tecnología de información y comunicación para proporcionar programas de capacitación y resultados de la investigación mediante herramientas colaborativas.

En este mundo integrado, el SEACEN ve la cooperación técnica entre la comunidad de banca central como muy importante para compartir experiencias e intercambiar ideas y opiniones sobre aspectos relacionados, en particular, con temas económicos o financieros que afectan la estabilidad monetaria y financiera. Este modelo puede concretarse compartiendo la experiencia técnica; intercambiando información mediante plataformas colaborativas, formando grupos de trabajo y de tarea, y recurriendo a la cooperación interregional. 

Cooperación técnica entre bancos centrales: el caso del CEMLA

1. Introducción

La cooperación técnica ha representado desde hace muchos años uno de los pilares de la cooperación monetaria, aunque su importancia se ha acrecentado recientemente. Sin duda, la cooperación técnica contribuye al alcance de los objetivos últimos de la cooperación entre bancos centrales, esto es, la estabilidad financiera y monetaria, por medio de diversas vías:

- Permite la transferencia de conocimientos, promoviendo la modernización y el desarrollo de los bancos centrales.
- Proporciona una plataforma para el intercambio de puntos de vista sobre temas de interés para estas instituciones y para fomentar el conocimiento mutuo de sus políticas.

Director General del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA).

- Fomenta la homogeneización de criterios y la adopción de estándares.
- Contribuye a la creación de redes de comunicación con contrapartes y en general a la consolidación de las relaciones entre instituciones.
- Apoya la creación de consensos.
- Sienta las bases, durante épocas de tranquilidad, para la ayuda mutua durante etapas difíciles.
- Proporciona herramientas analíticas para la toma de decisiones.

En América Latina y el Caribe, el Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA), creado el 9 de septiembre de 1952, constituye la organización de cooperación técnica, y en particular monetaria, más antigua y de mayor cobertura regional.

El objetivo del CEMLA, su misión, de acuerdo con sus estatutos, es promover el mejor conocimiento de los temas sustantivos de banca central en América Latina y el Caribe. La búsqueda de este objetivo ha variado con el tiempo, pero en general se ha realizado por medio de cinco funciones: capacitación mediante cursos, talleres y seminarios; foro para la discusión y el intercambio de experiencias en los distintos ámbitos de la banca central; programas de asistencia técnica en aspectos prácticos vinculados al mejoramiento de políticas, sistemas e infraestructuras de la banca central; investigación en las áreas económica y financiera; y divulgación de información mediante publicaciones especializadas y otros medios.

A lo largo de su existencia, el CEMLA se ha venido adaptando a circunstancias cambiantes. No obstante los importantes avances, los desafíos resultaban particularmente agudos a finales de 2009, en parte debido a las restricciones presupuestarias que enfrentaba el Centro, en un entorno de un número más elevado de proveedores alternativos de capacitación en temas monetarios y financieros, tanto organismos internacionales como bancos centrales, generalmente con recursos financieros y humanos mucho mayores que los del CEMLA.

El objetivo de este trabajo es hacer un recuento de los retos principales que enfrentaba la institución hacia finales de 2009, y de los elementos más importantes de la estrategia que se ha puesto en marcha para hacerles frente. Además, se hacen algunas reflexiones sobre las tareas pendientes y algunos de los objetivos que el CEMLA se podría fijar en el mediano y largo plazos.

2. Antecedentes

La idea principal del nacimiento del CEMLA giró en torno a la creación de un organismo de enseñanza, investigación e información, por medio del cual las autoridades monetarias y otras entidades financieras de América Latina y el Caribe pudieran intercambiar experiencias, mejorar su conocimiento de los aspectos monetarios y darles adecuada difusión.

Durante su nacimiento, solamente seis bancos centrales se sumaron a la convocatoria para formar el nuevo Centro.¹ A partir de entonces, dio inicio una fase de despegue o consolidación reflejada en una expansión considerable de su membresía, hasta llegar a la cifra actual de 53 miembros, entre los que se incluyen todos los bancos centrales y autoridades monetarias de América Latina y el Caribe, un elevado número de bancos centrales de las economías avanzadas, diversas instituciones de supervisión financiera y otras de cooperación monetaria y financiera.

Hasta 2009, pueden identificarse cuatro etapas desde la creación del Centro.

Una primera etapa podría identificarse como el periodo de despegue, durante el cual las actividades de capacitación y entrenamiento, en general de duración relativamente larga, representaban la punta de lanza de las operaciones del Centro. Los cursos impartidos eran de tipo académico y tenían como destinatarios a un grupo de profesionales de alto nivel. En esta etapa, las actividades dieron inicio sobre la

¹ Estos fueron los bancos centrales de Colombia, Cuba, Ecuador, Guatemala y Honduras, además del Banco de México, promotor de la idea.

base de una estrategia de avances graduales, y se pusieron en marcha actividades de información e investigación.

En una segunda etapa, que puede catalogarse como de consolidación, además de las tareas de capacitación, otras actividades complementarias como seminarios y reuniones de especialistas pasaron a ocupar un lugar central. En este periodo se dio un impulso considerable a la investigación por medio de la creación de un departamento especializado. En este contexto, las publicaciones del CEMLA aumentaron de manera importante.

Durante el lapso en que transcurrieron estas dos primeras etapas, el Centro llenaba un vacío en lo que correspondía a una demanda de capacitación en asuntos financieros y de banca central que no era provista por bancos centrales, organismos internacionales ni universidades. Se ofrecía una formación de alta calificación en español que tenía muy buena demanda.

En la tercera etapa los cursos se acortaron, y se crearon los programas plurianuales de análisis y asistencia técnica. Durante esta etapa, las universidades y otros centros de formación regionales fortalecieron su oferta de capacitación en temas que anteriormente atendía principalmente el CEMLA. En este lapso el Centro enfrentó graves problemas en sus finanzas, lo que lo obligó a comprimir de manera importante su planta laboral y reducir algunas actividades (como la de investigación). Sobre el final del periodo se inició un esfuerzo institucional para redefinir las funciones y algunos aspectos del gobierno corporativo del Centro.

Finalmente, en la cuarta etapa el CEMLA fortaleció su papel como coordinador de asistencia técnica mediante programas plurianuales con financiamiento externo. Además, se formalizaron alianzas estratégicas con diversas instituciones y se encaró el saneamiento financiero del Centro. En esta etapa también se reforzaron los órganos de gobierno corporativo para dotar al Centro de mayor transparencia.

Por otra parte, las actividades de investigación desaparecieron y las medidas de austeridad se reflejaron en diversos ámbitos del quehacer del CEMLA.

En este contexto, hacia finales de 2009 el CEMLA había alcanzado logros importantes:

- Una trayectoria de 57 años que había permitido al Centro constituirse en un importante foro informal de discusión de temas de banca central y de capacitación en esta materia para las autoridades monetarias de la región, y que había logrado además involucrarse en tareas importantes de asistencia técnica.
- El CEMLA contaba con una amplia red de contactos en bancos centrales y organismos internacionales, y con una sólida capacidad de organización de eventos a bajo costo.
- Pese a las graves restricciones, se observaba una continuidad en el esfuerzo por brindar productos de calidad a su membresía e incluso aumentar su oferta mediante nuevas modalidades de apoyo.
- El sentido de propiedad que mostraba la banca central de la región en relación con el CEMLA, es decir el sentido de *pertenencia*, daba amplio sustento a sus actividades y le permitía contar con un gran poder de convocatoria.
- La exitosa negociación de alianzas con bancos centrales y otros organismos internacionales le daba acceso a fuentes de financiamiento adicionales para realizar sus actividades.

No obstante estos logros, al mismo tiempo la Institución mostraba diversas debilidades y retos:

- Los programas de trabajo del Centro se habían preocupado por el incremento del número de actividades, sin asignar la misma prioridad al equilibrio entre calidad y cantidad.
- La capacidad del Centro para contribuir a la sustancia de los eventos organizados era insuficiente.
- Había necesidad de mejorar los mecanismos para identificar las necesidades de los miembros. Además, se observaba una falta de herramientas eficientes para dar seguimiento y medir los resultados de las diferentes actividades que realizaba el Centro y para recabar la opinión sobre estas de parte de sus miembros.

- Las tareas de investigación, que representan un componente central del mandato del CEMLA, habían desaparecido.
- Las limitantes de recursos habían afectado de manera importante el capital humano del Centro, y se carecía de un entorno laboral adecuado que permitiera atraer, desarrollar y retener personal con los perfiles deseados.
- Tanto la infraestructura física como la tecnológica de la institución mostraban un deterioro importante.
- No se contaba con un modelo de gestión y control interno que permitiera dar seguimiento pormenorizado a los distintos procesos de operación y al cumplimiento de las metas establecidas.

Una de las debilidades que merece un análisis más detallado, en virtud de su relevancia como factor explicativo de los problemas que enfrentaba el CEMLA hacia finales de 2009, se relaciona con el pronunciado deterioro de los recursos presupuestarios de los que disponía el Centro.

Las cuotas de asociados y colaboradores constituyen la principal fuente de ingresos del CEMLA. Si bien la institución cuenta con otros ingresos, estos están atados a erogaciones específicas o a programas de asistencia técnica, o bien son poco significativos. Durante el periodo 2005-2009, las cuotas de asociados y colaboradores representaron aproximadamente el 97% de los ingresos de naturaleza permanente de libre uso del CEMLA.

Los ajustes en las cuotas del Centro desde su creación han obedecido a una combinación de factores (tales como el ingreso de nuevos miembros, las necesidades de recursos o la reasignación de responsabilidades institucionales). En este contexto, en algunas etapas se acostumbraba realizar revisiones y ajustes periódicos de cuotas. La situación cambió radicalmente desde finales de los años noventa.

Las cuotas del CEMLA se incrementaron en 1995 con el objetivo de mantener el valor de los ingresos del Centro en términos reales. Con

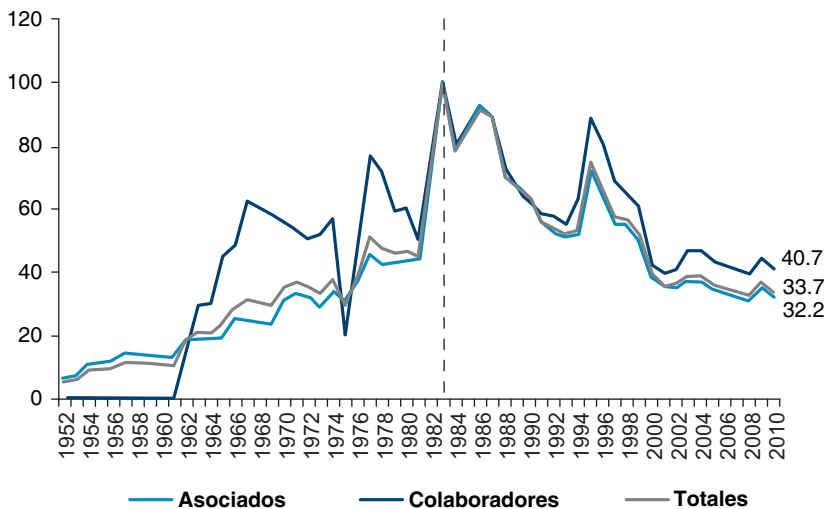
posterioridad a esa fecha se llevaron a cabo dos reducciones de las cuotas, la primera en 1997 resultado del incremento del patrimonio del CEMLA en los dos ejercicios anteriores, y la segunda en el año 2000 con motivo de la creación de la Asociación de Supervisores Bancarios de las Américas (ASBA) y la consecuente finalización de las responsabilidades del CEMLA como secretaría ejecutiva de las superintendencias de entidades financieras independientes. De este último año en adelante, las cuotas del CEMLA se mantuvieron constantes en términos nominales.

En este contexto, el poder adquisitivo de los ingresos del CEMLA disminuyó de manera considerable. Las gráficas 1 y 2 muestran varios indicadores a este respecto para el periodo 1952-2010. En la gráfica 1 el poder adquisitivo de las cuotas del CEMLA se calcula sobre la base

Gráfica 1

CUOTAS DEFLACTADAS CONSIDERANDO LA ESTRUCTURA DE LAS EROGACIONES DEL CEMLA, 1952-2010

Índice 1983=100



Fuente: US Bureau of Labor Statistics, Banco de México, CEMLA.

de un deflactor que incluye los índices de precios de México y Estados Unidos, ponderados por las participaciones relativas del peso mexicano y el dólar estadounidense en los gastos del CEMLA. Con estas bases, se observa que el tamaño de las cuotas alcanza un máximo en 1983. A partir de este año, las cuotas registran una tendencia a la baja. Como se observa en la gráfica 1, el descenso de las cuotas reales durante el periodo 1983-2010 es del 66 por ciento.

Naturalmente, el ejercicio anterior proporciona solamente una aproximación de la pérdida de poder adquisitivo de los ingresos del CEMLA en el periodo señalado. De hecho, la serie no es estrictamente comparable, dado que tanto el número de asociados y colaboradores como la planta laboral de la institución se han modificado a lo largo de los años.

En virtud de lo anterior, se llevó a cabo un ejercicio adicional. Por una parte, se consideró la trayectoria de las cuotas del CEMLA divididas entre el número de eventos realizados² y el total de empleados. Al igual que en el ejercicio anterior, para calcular las cuotas en términos reales se utilizó un deflactor basado en los índices ponderados de precios en México y en Estados Unidos.

La gráfica 2 muestra los resultados de este ejercicio. Como se puede observar, las conclusiones no son muy diferentes de las derivadas del ejercicio anterior. De hecho, para el periodo 1983-2010 la caída de las cuotas reales del CEMLA se ubica en un rango que va del 45 al 56 por ciento.

En suma, no obstante los importantes logros alcanzados desde su creación, para finales de 2009 el CEMLA hacía frente a una situación que incluso ponía en peligro su capacidad operativa.

3. El CEMLA en la actualidad

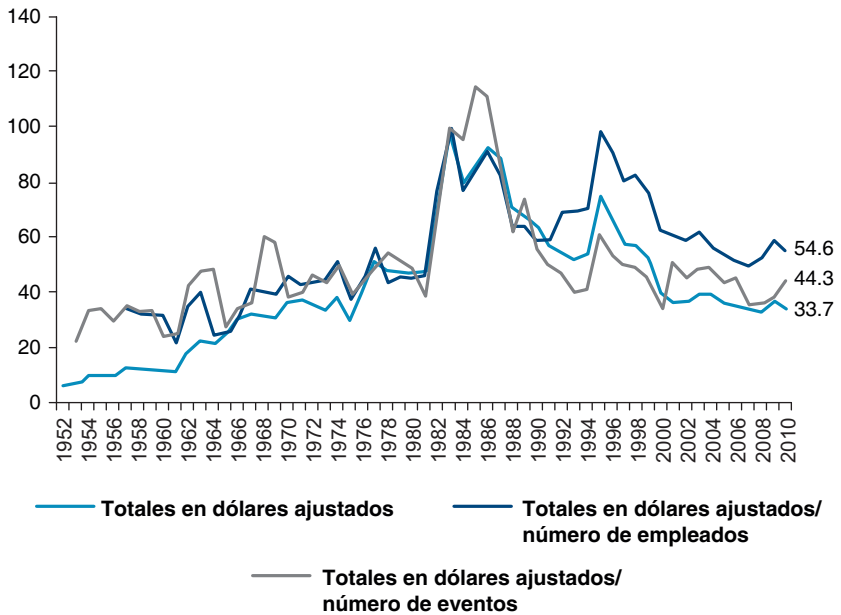
A principios de 2010 se elaboró un plan estratégico para el periodo 2011-2013 a fin de determinar las grandes líneas de orientación del

² En decenios anteriores algunos de los eventos del CEMLA se extendían por periodos prolongados, incluso de varios meses. Para tratar de hacer comparables las cifras, se supuso que cada semana de duración de estos cursos es equivalente a un evento.

Gráfica 2

CUOTAS CONSIDERANDO LA ESTRUCTURA DE LAS EROGACIONES DEL CEMLA, EL NÚMERO DE EMPLEADOS Y LA CANTIDAD DE EVENTOS, 1952-2010

Índice 1983=100



Fuente: CEMLA.

Centro que regirían su gestión, organización y actividades en ese lapso, con miras a cumplir adecuadamente su misión.

Además de incluir un proceso de análisis y reflexión con la intención de identificar las fortalezas y debilidades del CEMLA, el plan define la *visión* para los próximos años, así como los objetivos y las acciones estratégicas que permitirán cumplir con esta visión.

Tomando en consideración las causas que dieron origen al Centro y su trayectoria a lo largo de los años, en el plan se considera que la visión debe ser:

Lograr que el CEMLA sea reconocido como un centro de excelencia en la generación, coordinación e implementación de iniciativas en los campos del conocimiento y la práctica de temas monetarios y financieros relevantes para los bancos centrales de América Latina y el Caribe, y posicionarlo como organismo de consulta de primera instancia entre sus miembros.

Ello implica la necesidad de que el Centro esté atento a los cambios en los intereses y objetivos de sus bancos centrales miembro y procure ser un facilitador proactivo y con iniciativa para atender sus demandas y requerimientos, contribuyendo así a fortalecer sus áreas especializadas y a fomentar la cooperación.

Con miras a lograr esta visión, se fijaron cinco objetivos estratégicos para el periodo 2011-2013:

- 1) Fortalecer la calidad de los cursos, talleres, seminarios, reuniones y asistencia técnica provistos por el CEMLA, de manera congruente con el propósito de lograr niveles de excelencia para la institución.
- 2) Fortalecer la capacidad de respuesta del CEMLA a las necesidades de sus miembros en un entorno cambiante.
- 3) Garantizar que el CEMLA cuente con los recursos financieros y humanos adecuados para cumplir con su misión.
- 4) Fortalecer la capacidad administrativa del Centro con miras a transformarlo en una institución moderna, eficaz y eficiente.
- 5) Generar una nueva imagen institucional y una política de comunicación que permita una mayor presencia del Centro tanto entre sus miembros como ante el público en general.

Naturalmente, en el plan se especifican las acciones requeridas para alcanzar estos objetivos, y su cumplimiento se informa periódicamente tanto a la Junta de Gobierno como a la Asamblea del Centro. Por otra parte, dado que no sería posible poner en marcha de manera simultánea todas las acciones recomendadas, se han definido

prioridades, reflejadas en la implementación de dichas medidas ya sea a corto, mediano o largo plazos. Este documento no tiene por objetivo proporcionar una explicación detallada de las acciones previstas. En su lugar, en las secciones que siguen se explican algunas de las líneas generales de acción y los resultados alcanzados hasta la fecha.

Cuotas

Como ya se mencionó, una de las principales restricciones que enfrentaba el CEMLA hacia finales de 2009 era de tipo presupuestario. En específico, era evidente que el nivel de los ingresos del Centro no permitiría cumplir los objetivos fijados en el Plan Estratégico y ni siquiera cubrir de manera adecuada las necesidades existentes. Lo anterior aumentaba considerablemente el riesgo de que otras instituciones ocuparan los espacios que no fueran cubiertos de manera adecuada por el CEMLA.

Con el fin de hacer frente a esta situación, se consideró como una de las posibilidades buscar fuentes de ingreso distintos de las cuotas. Una opción natural en este sentido era ampliar la membresía de la institución. Sin embargo, la conclusión resultó pronto evidente: el aumento de la membresía es muy importante en sí, independientemente de su efecto en los ingresos del CEMLA, pero aun en el caso más optimista el alivio a las restricciones financieras que podría obtenerse por esta vía sería relativamente modesto.

De esta forma, si bien la implementación de las acciones establecidas en el Plan Estratégico se inició con los recursos disponibles, se procedió de manera expedita a buscar un incremento de las cuotas. Con el fin de evaluar con mayor precisión las necesidades de recursos del CEMLA, se llevó a cabo un ejercicio de presupuestación multianual para el periodo 2012-2016. En la preparación de este ejercicio se incluyeron entre otros objetivos los siguientes:

- Un fortalecimiento considerable del programa de actividades del Centro y, por tanto, de los servicios que se ofrecen a la membresía.

- El reinicio de actividades de análisis e investigación mediante la creación de un departamento especializado.
- Una mayor contribución a la promoción del conocimiento de los temas de importancia para la banca central por medio de más y mejores publicaciones.
- La modernización de la infraestructura tecnológica y física.
- Una mayor y mejor presencia pública del CEMLA, por medio de la política de publicaciones y de una participación más activa en distintos foros, entre otras medidas.
- La mejora del capital humano de la institución gracias a la contratación de personal de primer nivel y mayores oportunidades de capacitación.
- La oportunidad de un desarrollo profesional adecuado para el personal.
- La contratación de personal en áreas que se han convertido en un cuello de botella en el cumplimiento de las responsabilidades del CEMLA.
- Mayor certeza respecto a la viabilidad financiera de la institución y la calidad de sus recursos humanos en el largo plazo.

Los resultados del ejercicio llevaron a la conclusión de que era necesario un incremento de las cuotas de alrededor del 50%. La Asamblea del CEMLA aprobó dicho incremento en septiembre de 2011.

Naturalmente, un ajuste de las cuotas del CEMLA de una sola vez tarde o temprano se reflejaría en un nuevo deterioro de los ingresos en términos reales, con efectos negativos como los que se observan en la actualidad. Por ello, la Asamblea estuvo de acuerdo en revisar cada cuatro años el monto de las cuotas.

Además de abrir los márgenes de maniobra requeridos para avanzar de manera satisfactoria en el cumplimiento de los objetivos fijados en el Plan Estratégico, estas medidas permitieron también mandar una señal clara del compromiso de la membrecía con el CEMLA.

Programa de eventos

El programa anual de eventos del CEMLA incluye cuatro tipos de actividades:

- a) Capacitación, principalmente con cursos, talleres y seminarios, cuyo contenido puede definirse de modo interno o externo. Esto último se aplica generalmente al caso de eventos organizados conjuntamente con socios técnicos.
- b) Seminarios de discusión.
- c) Reuniones técnicas ya sea de gobernadores, o entre los responsables de las distintas áreas de la banca central de la región, con participación de los bancos centrales colaboradores y en ocasiones de organismos internacionales. Su objetivo es principalmente el intercambio de experiencias y la divulgación entre los participantes de novedades profesionales y mejores prácticas.
- d) Eventos vinculados a programas de asistencia técnica. Estos últimos tienen por objetivo fortalecer ciertas áreas que figuran dentro del mandato de la banca central, con base en misiones a un país –integradas por expertos del CEMLA, de otros bancos centrales de la región, de organismos internacionales y consultores externos– y la organización de eventos nacionales o regionales, entre otros medios.

La estructura del programa de eventos se determina fundamentalmente sobre la base de las necesidades de los miembros. Estas son identificadas por medio de encuestas (anuales a partir de 2010), complementadas con solicitudes directas, diálogo con las autoridades de las instituciones miembro, el intercambio de opiniones con los socios técnicos y la evaluación del personal del CEMLA.

Con el fin de atender posibles brechas en el programa de eventos, el CEMLA sigue un enfoque flexible. Aunque el programa es aprobado por la Junta de Gobierno en septiembre/octubre del año previo, si la disponibilidad de presupuesto lo permite, el CEMLA trata de acomodar las solicitudes presentadas por la membresía después de esa fecha.

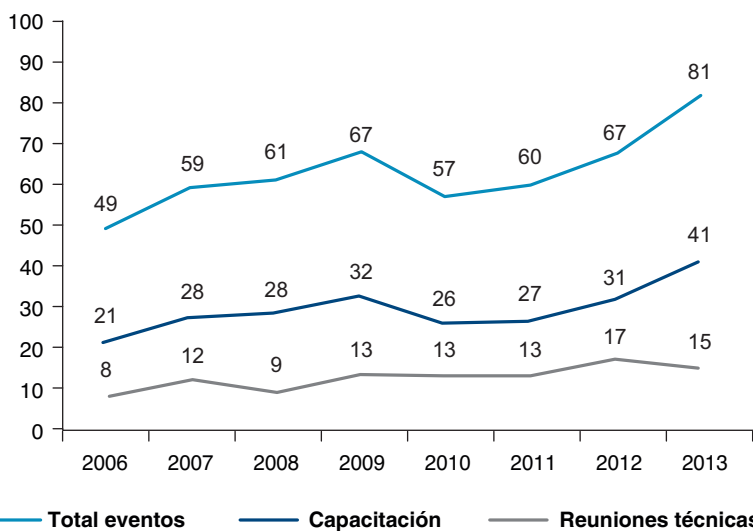
El incremento de las cuotas a partir de 2012 ha permitido un aumento considerable en el número de eventos organizados. Como se observa en la gráfica 3, estos pasaron de un promedio de casi 60 en el periodo 2006-2011, a una cifra estimada de 67 en 2012 y a una programada de 81 en 2013. El incremento se explica principalmente por la expansión de las tareas de capacitación y, en menor medida, por el aumento de las reuniones técnicas, esto último reflejo a su vez del interés de la membrecía en que una gama más amplia de expertos en distintos ámbitos de la banca central se reúnan de manera periódica en el marco de eventos coordinados por el CEMLA.

El plan estratégico incluye entre sus acciones prioritarias una mayor colaboración con socios técnicos para la organización y el financiamiento

Gráfica 3

CEMLA: TOTAL DE EVENTOS, EVENTOS DE CAPACITACIÓN Y REUNIONES TÉCNICAS, 2006 A 2012

Número de eventos



Fuente: CEMLA.

conjuntos de diferentes tipos de eventos. Esto obedece fundamentalmente a las sinergias que este enfoque permite. Al CEMLA le posibilita por una parte disminuir los costos de sus eventos, pero lo que es más importante, aprovechar en beneficio de América Latina y el Caribe la larga experiencia acumulada por instituciones de reconocido prestigio. Puede decirse que en esta área el CEMLA ha experimentado un cambio estructural en los últimos años. Del total de eventos organizados en el periodo 2006-2010, 32% se llevó a cabo con socios técnicos (cuadro 1). La cifra correspondiente es de 47% para 2011-2012.

Dos características adicionales de los eventos del CEMLA se deben destacar. El primero se refiere a su orientación temática. Como sería de esperarse, particularmente en las circunstancias actuales, los eventos del Centro dan atención especial a los temas macroeconómicos y financieros. De hecho, del total de eventos incluidos en el programa para 2012 alrededor de 34% se concentra en estas áreas (gráfica 4). No obstante, la gama de tópicos considerados es muy amplia, abarcando tanto los temas sustantivos como de apoyo de la banca central.

El segundo se relaciona con el origen de los participantes en eventos organizados por la institución. Como se observa en la gráfica 5, en tanto que un 34% de los asistentes a los eventos del CEMLA provienen de países con PIB per cápita de menos de USD 10,000 (ajustado por PPP), la contribución de este grupo a las cuotas del CEMLA es de apenas 9%. Lo anterior evidencia el espíritu de cooperación prevaleciente en la Institución.

Investigación

Como se explicó anteriormente, las actividades de investigación, que llegaron a ocupar un lugar importante dentro de las actividades del CEMLA, desaparecieron a finales de los años noventa, fundamentalmente como resultado de dificultades de tipo presupuestario. En este contexto, el involucramiento del Centro en tareas de investigación se dio fundamentalmente por mecanismos indirectos, en específico, al actuar como un promotor de estas actividades por diversas vías.

La primera de ellas es la denominada Red de Investigadores de Banca Central, en la que el CEMLA desempeña la labor de secretariado

Cuadro 1

CEMLA: EVENTOS CON SOCIOS TÉCNICOS, 2006-2012

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<i>Socios técnicos miembro</i>							
Banco Central Europeo	0	1	0	0	0	0	1
Banco de España	3	4	5	5	4	4	3
Bundesbank	2	3	2	2	3	4	4
Reserva Federal	1	1	2	3	2	1	1
<i>Subtotal</i>	<i>6</i>	<i>9</i>	<i>9</i>	<i>10</i>	<i>9</i>	<i>9</i>	<i>9</i>
<i>Socios técnicos organismos internacionales/bancos centrales</i>							
ALIDE	0	0	0	0	1	0	0
Banco de España-ASBA	0	0	0	0	1	2	1
Banco Mundial	3	0	0	0	2	1	3
Banco Mundial, BID y BPI	0	3	2	1	1	1	1
Banco Mundial-FMI	0	1	0	1	1	0	0
BID	1	1	1	1	2	2	3
BPI	1	2	1	2	1	4	2
DGRV	1	2	2	1	2	1	1
Reserva Federal-ASBA	1	0	0	0	0	1	0
FMI	0	0	2	0	1	3	4
FMI-ASBA	0	0	0	1	0	0	0
FSI	1	1	1	1	1	2	2
Banco de Japón	0	0	0	0	0	0	1
Banco de Inglaterra	1	1	2	0	0	0	1
CME	0	0	0	0	0	0	1
CPSS	0	0	0	0	0	1	0
OCDE	0	0	0	0	0	1	1
SEACEN	0	0	0	0	0	1	1
<i>Subtotal</i>	<i>9</i>	<i>11</i>	<i>11</i>	<i>8</i>	<i>13</i>	<i>20</i>	<i>22</i>

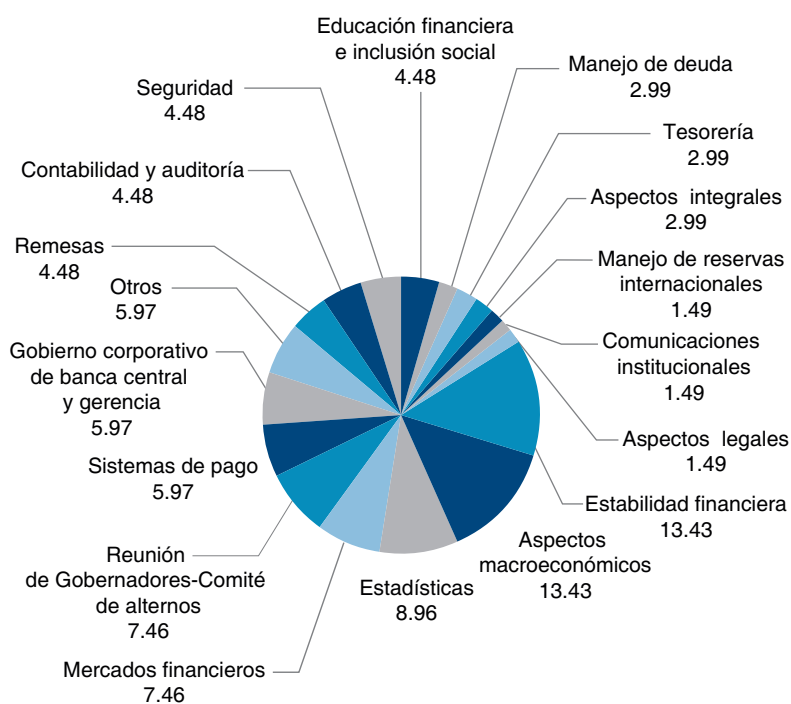
continúa

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Total de eventos con socios técnicos	15	20	20	18	22	29	31
<i>Total de eventos con otros bancos centrales y organizaciones internacionales</i>	1	1	2	1	2	1	1
Gran total	16	21	22	19	24	30	32

Gráfica 4

CEMLA: DISTRIBUCIÓN TEMÁTICA DE EVENTOS

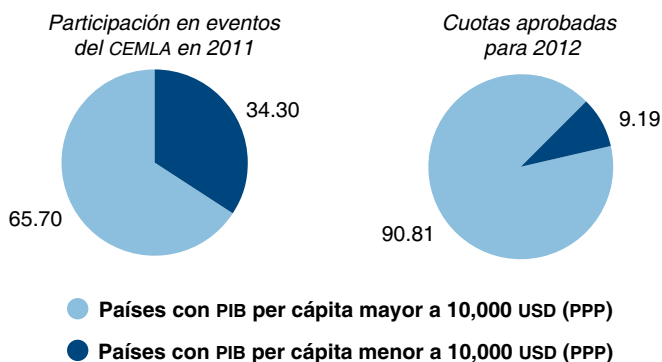
(porcentajes)



Gráfica 5

CEMLA: PARTICIPANTES Y CUOTAS POR NIVEL DE INGRESO, 2011

(porcentajes)



técnico. En el marco de este foro se presentan anualmente documentos de investigación de los bancos centrales miembro del CEMLA y de algunos organismos internacionales, previamente evaluados y seleccionados por un comité. Las tareas de la Red incluyen además un programa de investigación conjunta, en el cual los investigadores de los bancos centrales interesados unen esfuerzos para analizar una temática de interés común. Los documentos elaborados en este programa son publicados por el CEMLA. Los mecanismos de selección y organización de la Red se han venido depurando con el tiempo, lo que ha fomentado una creciente participación en las reuniones de la misma.

Una segunda vía es el Premio Rodrigo Gómez, creado en 1970 para honrar la memoria de quien fuera director general del Banco de México e impulsor de la creación del CEMLA. El Premio se instituyó con el objetivo de estimular la elaboración de estudios de interés para los bancos centrales y reconocer la labor de investigación que se hace en la región.

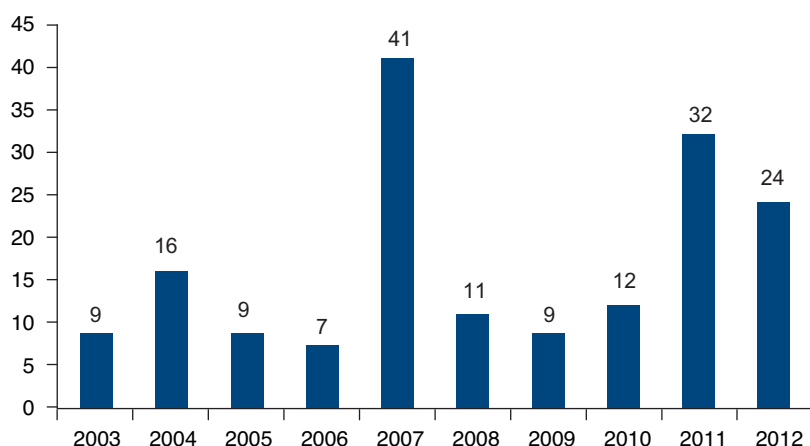
La tercera vía son las publicaciones periódicas. En específico, el CEMLA publicó a partir de 1978 y 1988 respectivamente, y hasta finales de 2011, de manera simultánea las revistas *Monetaria* y *Money Affairs*,

que incluían trabajos de investigación (en español la primera y en inglés la segunda), principalmente de economistas de bancos centrales de América Latina y el Caribe.

Todas estas actividades continuaron realizándose en el periodo 2010-2011. Sin embargo, con el objetivo de fortalecerlas en un contexto de restricciones presupuestarias, se pusieron en marcha diversos esfuerzos que no implicaban un desembolso de recursos para el CEMLA. Entre las acciones tomadas cabe destacar las siguientes:

- i)* Debido a una combinación de factores, la participación de investigadores en el Premio Rodrigo Gómez había sido baja. En virtud de que lo anterior podría ir en detrimento de la calidad de los estudios presentados, y con el fin de fomentar la presentación de más y mejores trabajos, en octubre de 2010 la Junta de Gobierno del CEMLA aprobó una serie de cambios en materia de difusión, plazos de recepción de trabajos, evaluación y entrega del Premio. Los resultados han sido satisfactorios. Como se observa en la gráfica 6, el número de trabajos presentados pasó de un promedio de 14 en 2001-2010 a 28 en 2011-2012.
- ii)* La Junta de Gobierno aprobó en 2011 un programa de pasantías de investigación en el CEMLA por un lapso mínimo de un año, de investigadores de los bancos centrales interesados, financiadas en su mayor parte por el banco central postulante. La agenda de investigación se definirá de manera conjunta por el CEMLA y los bancos centrales participantes.
- iii)* En 2010 se inició un proceso de fortalecimiento de las revistas académicas del CEMLA. Las principales medidas se describen en la siguiente sección.
- iv)* Con el fin de ampliar el ámbito de investigación y de cooperación con la academia, a finales de 2010 se firmaron convenios con dos universidades mexicanas. En términos generales, con estos acuerdos se estableció un marco de colaboración para analizar, investigar, discutir y difundir temas de relevancia para la banca central. El CEMLA ha venido presentando documentos

Gráfica 6

CEMLA: ESTUDIOS RECIBIDOS PARA EL PREMIO RODRIGO GÓMEZ, 2003-2012

de investigación en las reuniones de la Red de Investigadores de Banca Central al amparo de estos convenios.

A pesar de la relevancia de los anteriores esfuerzos, era evidente que no bastarían para permitir al CEMLA desarrollar un programa estructurado de investigación. En virtud de lo anterior, de la importancia que la membrecía concede a las tareas de investigación y de los recursos disponibles con el incremento de las cuotas, a partir de 2012 el CEMLA asignó partidas presupuestarias para crear un departamento de investigación. Se pretende con esto desarrollar una agenda de investigación que complemente la que se realiza en los bancos centrales miembro, con miras a aprovechar sinergias.

Publicaciones

Luego de un diagnóstico de la situación de las revistas académicas del CEMLA, la Junta de Gobierno aprobó en 2010 una serie de medidas

para fortalecerlas y ampliar su difusión. Así, se conformó y puso en operación un nuevo Comité Editorial, integrado por los jefes de los departamentos de investigación de los siete bancos centrales del CEMLA con mayor poder de voto en el Centro³ y por un representante del CEMLA como miembros *ex officio*, además de otros investigadores de bancos centrales y académicos como miembros temporales. Al mismo tiempo, se creó un Consejo Editorial, cuyos integrantes son principalmente exgobernadores de bancos centrales y académicos de reconocido prestigio, que apoya al Comité como asesor y órgano consultivo respecto de la política editorial.⁴ Posteriormente, la Junta de Gobierno aprobó la creación de un Comité Técnico.

Una de las primeras tareas de estos nuevos órganos fue la definición de una nueva política editorial. Los aspectos más destacados son los siguientes:

- Se introduce un procedimiento riguroso de dictaminación conforme al método de doble ciego.
- Los esfuerzos se concentrarán inicialmente en una sola revista (*Monetaria*), que se publicará semestralmente tanto en español como en inglés.
- Con el fin de fomentar la investigación en un segmento más amplio, se aceptarán propuestas de artículos en español, inglés y portugués.

El primer número de la nueva *Monetaria*, con artículos de economistas de renombre invitados, se publicará durante el segundo semestre de 2012, y el primer número con artículos dictaminados en el primero de 2013.

Se espera que estas acciones permitan colocar a *Monetaria* en un lugar relevante dentro de las clasificaciones internacionales y, en

³ Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

⁴ Los integrantes del Consejo Editorial son: Andrés Bianchi, Jorge Braga de Macedo, Vittorio Corbo, José de Gregorio, Francisco de Paula Gutiérrez, Jordi Galí, Arnold Harberger, Gustavo Loyola, Miguel Mancera, Enrique G. Mendoza, Guillermo Ortiz Martínez, Jesús Silva-Herzog, Miguel Urrutia, Richard Webb y Marion Williams.

última instancia, dar un impulso adicional a la investigación sobre temas de banca central en la región.

Asistencia técnica

Los programas de asistencia técnica del CEMLA tienen por objetivo fortalecer ciertas áreas que figuran dentro del mandato de la banca central. Sobre la base de misiones y eventos de varios tipos, transfieren conocimientos de un contenido eminentemente práctico, con el fin de mejorar y modernizar la gestión, los procedimientos y los sistemas en el área correspondiente. Un aspecto esencial de estos programas es que su financiamiento proviene en gran parte de fuentes externas al CEMLA, ya sea de organismos internacionales o donantes bilaterales. Cada uno de estos programas prepara un conjunto de publicaciones en su temática propia, que pueden tratarse de informes descriptivos, glosarios de términos, manuales de compilación, análisis comparativos en la región y series de estadísticas, entre otros.

El CEMLA cuenta en la actualidad con seis programas de asistencia técnica en operación desde hace algunos años.⁵ Dos de ellos, apoyados por el Fondo Multilateral de Inversiones del Banco Interamericano de Desarrollo, se concentran en el área de remesas; otros dos, financiados con recursos del Banco Mundial y el gobierno de Canadá, se enfocan a proporcionar asesoría en el manejo de la deuda pública; y los dos restantes, coordinados de manera conjunta por el CEMLA y el Banco Mundial, se enfocan al apoyo en materia de sistemas de pago y de información de crédito. Como se muestra en el cuadro 2, estos programas han tenido una cobertura considerable en escala regional.

Por otra parte, con base en la capacidad desarrollada en el área de deuda en los últimos 10 años, el CEMLA concluyó durante 2011

⁵ Programa de Mejora de la Información y Procedimientos de los Bancos Centrales en el Área de Remesas, Programa de Aplicación de los Principios Generales para los Mercados de Remesas de América Latina y el Caribe, Iniciativa de Reportes de Préstamos y Créditos del Hemisferio Occidental, Foro de Pagos y Liquidación de Valores del Hemisferio Occidental, Debt Management Facility y Programa de Fortalecimiento de Capacidades para la Gestión de Deuda Pública en América Latina y el Caribe.

las negociaciones con la Secretaría de Cooperación Económica del gobierno suizo (SECO) para el financiamiento de un programa para la gestión de deuda pública de cinco años, elaborado enteramente por funcionarios del CEMLA y que será puesto en marcha durante 2012. El objetivo del programa es fortalecer la capacidad de manejo de deuda pública en países de bajos ingresos y en aquellos del estrato inferior de medio ingreso de la región, con el cuidado de complementar y evitar duplicación de esfuerzos con otras iniciativas internacionales.

Adicionalmente, como parte de los esfuerzos del CEMLA por promover la educación financiera en América Latina y el Caribe, se negoció un memorando de entendimiento con la OCDE, que considera la co-organización de eventos sobre el tema y la asesoría a instituciones miembro del CEMLA para la puesta en marcha de programas de educación financiera, entre otras acciones. Las medidas incluidas en este memorando empezaron a aplicarse desde 2011, esperándose la formalización del memorando en el segundo semestre de 2012.

Estos esfuerzos han sido complementados con acciones en el plano bilateral. En particular, a finales de 2011 se firmó un acuerdo con el Bundesbank orientado a la organización conjunta de seminarios y talleres, así como a la puesta en marcha de servicios de asistencia técnica por parte de personal de ese banco central y de pasantías en dicha institución. Se pretende continuar con la negociación de acuerdos bilaterales similares con otros miembros.

Otras acciones

Entre otras de las acciones emprendidas con miras a cumplir con los objetivos fijados en el Plan Estratégico del CEMLA, cabe destacar las siguientes:

- i) Se hicieron esfuerzos por ampliar la membrecía. De esta forma, durante 2010 y 2011 se incorporaron al Centro como miembros colaboradores el National Swiss Bank, el Sveriges Riksbank, la Corporación Andina de Fomento y la Turks and Caicos Islands Financial Services Commission.

Cuadro 2

CEMLA: MISIONES DE ASISTENCIA TÉCNICA POR PROGRAMA

<i>Misiones</i>	<i>Foro de Pagos</i>	<i>Programa de Medición de Remesas</i>	<i>Programa de Aplicación de los Principios Generales para los Mercados de Remesas de América Latina y el Caribe</i>
Argentina	•		
Bahamas	•		
Banco Central del Caribe Oriental	•		
Barbados		•	
Belice	•		
Bolivia	•	•	
Brasil	•	•	•
Chile	•		
Colombia	•	•	•
Costa Rica	•		•
Curazao	•		
Ecuador	•	•	•
El Salvador	•	•	•
Guatemala	•		•
Haití		•	•
Honduras	•	•	•
Jamaica	•		
México	•		
Nicaragua		•	•
Panamá	•		•
Paraguay	•	•	•
Perú	•	•	•
República Dominicana	•	•	•
Surinam		•	
Trinidad y Tobago	•	•	
Uruguay	•		
Venezuela	•		
<i>Total de misiones</i>	<i>23</i>	<i>14</i>	<i>13</i>

<i>Iniciativa de Reportes Crediticios</i>	<i>Programa de Deuda Pública (CIDA y DMF)</i>	<i>Programa de Deuda Pública (CIDA y DMF)</i>
•		
•		
•		
•		
•		
•		
	•	
•		
•		
•		•
•		
•		
•		
•		
13	1	1

- ii) Se estrecharon los lazos de cooperación con bancos centrales asiáticos. En específico, durante la VI Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales de Asia, América Latina y el Caribe, celebrada en Washington, en septiembre de 2010, se decidió promover la organización conjunta de eventos, la invitación a bancos centrales de ambas regiones a eventos organizados por el CEMLA y el SEACEN, el establecimiento de canales de comunicación para intercambiar información sobre las actividades organizadas por los bancos centrales de las dos regiones, la realización de proyectos de investigación conjuntos y la introducción de programas de pasantías y asistencia técnica. Recientemente se puso en operación un sitio web en el que se incluyen todas las actividades a este respecto.
- iii) En el marco de los esfuerzos por estrechar las relaciones con los bancos centrales de Asia, se organizó una primera conferencia de instituciones miembro del SEACEN y el CEMLA. Ante el éxito de esta reunión se acordó organizarla con una periodicidad anual.
- iv) Se firmó un memorando de entendimiento con el CFA Institute, enfocado en la co-organización de eventos de interés para la membresía del CEMLA, la participación de ponentes del CFA en eventos del Centro y el intercambio de información, entre otros objetivos.

En respuesta a inquietudes expresadas por varios de los bancos centrales miembro, el CEMLA se ha convertido en un foro para la disseminación de información relevante de los asuntos tratados en el G20. En este sentido, los gobernadores de los bancos centrales latinoamericanos que son miembros de ese Grupo presentan de manera regular a sus contrapartes de otros bancos centrales sus impresiones sobre los principales temas de la agenda del G20. Además, parte de la información que se discute en ese foro se canaliza a la membresía que no forma parte del Grupo por medio del CEMLA.

Se ha puesto en marcha una estrategia de comunicación que ha permitido un mejor conocimiento de la institución, al dar a conocer de manera oportuna y eficiente los productos que esta ofrece y sus contenidos, y en general fortalecer la imagen del CEMLA.

Retos


El principal reto que enfrenta el CEMLA en el corto y mediano plazos es lograr la visión que se ha fijado en el Plan Estratégico para el periodo 2011-2013. Evidentemente, las medidas emprendidas hasta ahora en el contexto del Plan han representado un paso importante en la dirección correcta. Sin embargo, el CEMLA está lejos todavía de alcanzar ese objetivo.

A este respecto, se necesita por una parte consolidar los avances realizados con algunas de las medidas. En algunos casos, las acciones tomadas representan sólo los pasos iniciales de esfuerzos que requerirán de tiempo para rendir los frutos esperados; tal es el caso por ejemplo de las tareas de investigación, que apenas están empezando a tomar forma. Además, será necesario iniciar la aplicación de otras medidas consideradas en el plan estratégico que todavía están pendientes.

Será necesario también seguir realizando esfuerzos para cumplir de una manera más puntual con el mandato del Centro. En este sentido, además de la necesidad de mejorar la eficacia y eficiencia de las acciones que se están poniendo en marcha, es importante tener conciencia de que existen espacios en los estatutos del CEMLA que no están siendo cubiertos. También debe precisarse que para lograr esto último será indispensable contar con un apoyo decidido de la membrecía.

Para el largo plazo se puede pensar en metas más ambiciosas. Si bien parecen poco viables las posibilidades de introducir esquemas como los existentes en otras regiones emergentes como la asiática, los márgenes para estrechar la cooperación monetaria en América Latina y el Caribe son muy amplios.

Por ejemplo, deberían explorarse vías adicionales para fortalecer la integración y cooperación monetaria en escala subregional. Asimismo, debería buscarse una intensificación del diálogo sobre temas monetarios y financieros en la región. Si bien este objetivo se logra de manera importante por medio de los foros coordinados por el CEMLA, sería útil considerar la creación de un proceso de seguimiento y revisión de pares, complementario de los existentes en otros foros, que permita ir

desarrollando la capacidad analítica en el plano regional y fomentando un mejor desempeño dentro de la región. Naturalmente, de ponerse en marcha acciones de esta naturaleza, debería analizarse el papel que podría desempeñar el CEMLA en estos esfuerzos. 



Conferencia magistral



Agustín Carstens

La cooperación entre bancos centrales a principios del siglo XXI

Es un placer recibirlos en México y un gran honor estar con ustedes en esta cena para conmemorar el 60 aniversario del CEMLA. Nos sentimos muy orgullosos de que el Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos haya alcanzado esta edad.

Agradezco particularmente a Javier Guzmán por la invitación y lo felicito por haber organizado esta Conferencia para discutir sobre la importancia de la cooperación entre bancos centrales a principios del siglo XXI.

Fue precisamente este espíritu de colaboración el fundamento de la creación del CEMLA. Hoy, como en sus inicios, dicho espíritu es el elemento que sostiene los lazos institucionales entre sus miembros, el que da cohesión y sustancia a los esfuerzos conjuntos para enfrentar desafíos similares, reconociendo al mismo tiempo las diferencias y peculiaridades de cada cual, que son las que otorgan riqueza y variedad a la cooperación y a la colaboración.

Gobernador del Banco de México.

Hoy en día, el CEMLA tiene por objeto promover el mejor conocimiento de los temas fundamentales de banca central en América Latina y el Caribe, dando prioridad a:

- a) la estabilidad monetaria,
- b) la estabilidad financiera, y
- c) la coordinación regional e internacional.

No cabe duda que en estos 60 años el entorno económico en América Latina y el Caribe, y desde luego en el mundo, ha cambiado de manera significativa. Para empezar, las funciones de los bancos centrales han evolucionado durante estos seis decenios. Ha sido un largo desarrollo institucional, que partió de una visión relativamente estrecha en la que los bancos centrales tenían la función primordial de proveer de dinero a las economías. Posteriormente, en América Latina tuvimos un periodo en el que nuestras instituciones destacaron en las políticas crediticias. Finalmente, con la mayor independencia institucional se dio el siguiente paso hacia una banca central moderna donde lo prioritario es el mandato de procurar la estabilidad monetaria y financiera. Gracias a esta transición, se dio fin a los periodos recurrentes de crisis económicas y financieras en la región. Son muy grandes los avances que se han obtenido al respecto y hay que reconocerlo.

No obstante, el hecho de que hay una mayor estabilidad macroeconómica en América Latina no significa que debamos bajar la guardia. Al contrario, debemos mantener la disciplina en nuestros marcos de política monetaria y fiscal y fortalecer la cooperación regional para hacer frente a los choques externos a los que estamos expuestos.

Es claro que una de las lecciones de la reciente crisis global fue poner de manifiesto los estrechos vínculos económicos y financieros de la economía mundial. La crisis, así, volvió a poner en su lugar primordial la importancia de los acuerdos internacionales para la cooperación entre las autoridades financieras y monetarias de todo el mundo. Y esto, me parece que ya lo hemos aprendido, es indispensable tanto

en épocas de crisis como en aquellos periodos de relativa calma, que llamamos *normales*.

Y si hablamos de la crisis global de la que aún hoy somos en América Latina sujetos más o menos pasivos o sufrientes, no podemos eludir la consideración de algunos puntos en los cuales, analizados en retrospectiva, hubo insuficiente cooperación monetaria internacional. Este recuento nos permitirá mencionar también algunas áreas que debemos atender de manera prioritaria en nuestra región para fortalecer el marco actual que se ha establecido para fomentar esta cooperación.

Como bien saben, la situación macroeconómica internacional previa a la crisis se caracterizó por tasas de interés bajas y abundante liquidez en la búsqueda de rentabilidad. Los grandes desequilibrios globales, junto con la rápida innovación financiera, contribuyeron a alimentar un auge de préstamos, en particular en las economías avanzadas.

A pesar de que distintos foros internacionales y analistas económicos alertaban sobre los riesgos de desequilibrios y sobre el crecimiento acelerado en los precios de algunos activos financieros, nadie se imaginaba la magnitud del problema.

Por su parte, si bien las autoridades monetarias en países avanzados se encontraban conscientes de los riesgos planteados por los desequilibrios globales, las acciones correctivas necesarias no se aplicaron a tiempo. Por otro lado, no hubo un sentido de urgencia o, al menos, una preocupación evidente entre las autoridades competentes respecto del auge de los préstamos o de la gran expansión de instrumentos financieros complejos, que escapaban en lo esencial a las herramientas de regulación y supervisión convencionales.

Durante la primera fase de la crisis actual, las autoridades respondieron con cautela, haciendo frente a problemas específicos de los mercados financieros a medida que surgían. En retrospectiva, las autoridades no lograron actuar tempranamente de una manera más contundente y decisiva dada la magnitud de la crisis. Faltó una visión de conjunto, un punto de vista estratégico que tuviera una perspectiva global. En particular podríamos afirmar que, además de las líneas de crédito (*swap*) establecidas entre la Reserva Federal y otros bancos

centrales, en las etapas iniciales de la crisis no se tomaron medidas decisivas para hacer frente a la crisis de manera coordinada en escala internacional.

Fue desde el colapso de Lehman Brothers que se emprendieron las primeras medidas multilaterales. Fue en ese momento cuando se impulsó una serie de acciones coordinadas y multilaterales para hacer frente a la crisis.

Por ejemplo, la reducción coordinada de las tasas de interés de política monetaria a principios de octubre de 2008, por la Reserva Federal, el Banco Central Europeo, el Banco de Inglaterra, el Banco Central de Canadá, el Banco Nacional de Suiza y el Banco Central de Suecia.

Posteriormente, se extendió la provisión de liquidez en dólares establecidas por la Reserva Federal y otros bancos centrales de países desarrollados para incluir a los países con economías emergentes (México, Brasil, Corea y Singapur). En Europa, hubo un acuerdo para aportar capital al sistema bancario en varios países y el compromiso de presentar un frente unido ante la crisis.

Por el lado de la política fiscal, varios países, tanto avanzados como emergentes, comenzaron a emprender programas anticíclicos para estimular la economía y fomentar una recuperación más rápida, considerando que un amplio estímulo simultáneo daría mejores resultados que incrementos unilaterales en el gasto público.

También se hicieron esfuerzos para fortalecer la arquitectura financiera internacional en varios foros internacionales, orientados a establecer un sistema que permitiese una respuesta oportuna, eficiente y coordinada en los episodios de tensión global.

Estos episodios turbulentos pusieron de manifiesto que la coordinación internacional en la instrumentación de políticas es más productiva y eficiente que la instrumentación unilateral. Esta tesis no sólo se sustenta ampliamente en la literatura académica, sino en la experiencia reciente e incluso en la experiencia actual: en tiempos de crisis son más que evidentes los beneficios de actuar de manera coordinada. Una respuesta multilateral tiene externalidades positivas y los costos de no actuar cooperativamente son mucho mayores, de tal suerte que


los distintos actores tienen incentivos suficientes para fortalecer la cooperación.

El desafío, por lo tanto, es establecer instituciones internacionales que faciliten mayores niveles de cooperación entre nuestros países. En este sentido es de primera importancia contar con instituciones y foros internacionales que contribuyan a la identificación temprana de riesgos y de focos de inestabilidad.

En la región de América Latina y el Caribe debemos seguir fortaleciendo el diálogo. Un primer punto para entender la importancia de esta colaboración es la falta, la gran deficiencia, de un marco teórico consistente para analizar el papel que tiene el sector financiero en la actividad económica y su función en la propagación de las crisis. No obstante todos los avances que se han hecho para modelar el contagio por medio del comercio, en lo que respecta a los canales financieros pareciera como si habláramos idiomas distintos. No existe un marco consistente que nos sirva de modelo estándar para ordenar nuestras discusiones. Ni siquiera, debo señalar, una terminología común. Lamentablemente, es claro que por liquidez internacional y medidas macroprudenciales aún al día de hoy podemos entender cosas muy distintas.

Reconociendo estas deficiencias considero que existe un gran valor agregado en fortalecer las labores de investigación en los bancos centrales de nuestra región. Es aquí en donde debemos apoyar de forma más decidida la labor del CEMLA. Las labores de investigación y de divulgación son esenciales para asegurar la vigencia del Centro. Si bien la capacitación es el tronco de las actividades del CEMLA, esta no puede mantenerse al día sin un programa continuo de investigación económica que se alimente de la activa participación de los bancos centrales miembros. Algo similar sucede con la asistencia técnica, que debe constituirse como el puente entre la institución y sus miembros.

El CEMLA tuvo en los decenios pasados un papel fundamental en incrementar y facilitar la colaboración de los bancos centrales de América Latina y estoy seguro que lo tendrá en los próximos decenios. Es la permanencia de las instituciones como el CEMLA la que precisamente

facilita mantener y mejorar nuestras metas comunes. Son los testigos institucionales de nuestro quehacer y responsabilidad compartidos. Podemos detectar el cambio, y la evolución de nuestros objetivos gracias a la permanencia de nuestras instituciones, de nuestra voluntad para seguir colaborando. 



Panel 4
**La cooperación entre bancos
centrales durante épocas de
crisis: lecciones
de la experiencia reciente**

Presentación

En primer lugar, felicitaciones por el 60° aniversario del CEMLA. Valoro el esfuerzo del CEMLA para organizar esta maravillosa conferencia.


El tema del panel 4 es “La cooperación entre los bancos centrales en tiempos de crisis: lecciones a partir de experiencias recientes”. Ayer tuvimos un interesante debate sobre la cooperación entre los bancos centrales. Me gustaría agregar algo sobre este tema desde la perspectiva de Corea.

Corea experimentó una crisis financiera a finales de los años noventa, la llamada crisis financiera asiática y luego la crisis financiera mundial reciente. En cuanto a las medidas para superar la crisis de finales de los noventa, las herramientas fueron un programa de austeridad del FMI y la acumulación de reservas en divisas. En Corea, la crisis financiera asiática se conoce como la “crisis del FMI”. El término refleja los malos recuerdos que genera el programa de austeridad impuesto por el FMI. También indica el hecho de que el FMI desempeñó un papel

Subgobernador, Banco de Corea.

fundamental en la resolución de la crisis. Había poca cooperación entre los bancos centrales en este entonces. Durante la reciente crisis financiera, Corea del Sur se benefició de los canjes entre el Banco de Corea y la Reserva Federal, el Banco del Pueblo de China y el Banco de Japón. Y aquí aparece la cooperación entre los bancos centrales. En 2010, la inauguración de la Multilateralización de la Iniciativa de Chiang Mai (en inglés CMIM) entre los países de Asia Oriental, esto es, un acuerdo multilateral de canje de divisas, marca un avance significativo en términos de cooperación entre los bancos centrales. No necesito explicar más sobre la CMIM porque el Dr. Nishimura ya lo ha mencionado y ayer la Dra. Yunus, del Bank Negara Malaysia, se refirió en detalle al tema. Estos acuerdos de canje tienen desventajas, entre ellos el efecto de estigma, el daño moral y las dificultades para realizar acuerdos entre muchos países.

Sin embargo, no hay soluciones perfectas. A pesar de estas deficiencias, la cooperación ayudó y seguirá ayudando a amortiguar el efecto de una crisis y a limitar su propagación en un mundo globalizado. Es por esto que los bancos centrales deberían establecer una cooperación y redes de trabajo más estrechas.

Para el debate de la cooperación de los bancos centrales en tiempos de crisis, escucharemos a distinguidos disertantes tales como la gobernadora Elizabeth Duke, de la Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, Benoît Cœuré, miembro del Comité Ejecutivo del Banco Central Europeo, el vicegobernador del Banco de Portugal, Pedro Neves, y el subgobernador del Banco de México, Manuel Ramos Francia. 



Elizabeth A. Duke

La cooperación entre bancos centrales en épocas de crisis

Es un placer participar en esta conferencia conmemorativa en ocasión del 60° aniversario del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA). Desde su creación en 1952, el CEMLA ha logrado mucho en el ámbito de la política y la investigación para fomentar nuestra comprensión de temas monetarios y bancarios en América Latina y el Caribe.

El tema que se me pidió exponer hoy, “La cooperación entre los bancos centrales en tiempos de crisis”, es muy importante. Como sabemos, generalmente los bancos centrales trabajan de manera individual para lograr metas para sus economías nacionales. En el caso de la Reserva Federal, la política monetaria se encamina a lograr nuestras metas estatutarias de máximo empleo y estabilidad de precios. Y, sin duda, un sistema financiero estable es la clave para lograr estas

Miembro de la Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, de Estados Unidos. Sus comentarios corresponden a opiniones de la autora y no reflejan necesariamente las de otros miembros del Sistema de la Reserva Federal.

metas. Pero la experiencia de los últimos años ha ilustrado –primero con la crisis financiera mundial y más recientemente con las tensiones en Europa– que la cooperación y la colaboración entre los bancos centrales del mundo podrían ser necesarias en coyunturas críticas para lograr las metas nacionales.

En mis comentarios de hoy, describiré la evolución de las políticas de la Reserva Federal durante la recesión mundial y después de ella, y mostraré cuántas de estas medidas se tomaron en coordinación, o en paralelo, con acciones similares de otros bancos centrales. Comenzaré con las respuestas de política monetaria de la Reserva Federal y de otros bancos centrales durante la crisis financiera. Después abordaré los esfuerzos realizados por la Reserva Federal, a menudo en cooperación con otros bancos centrales y con socios internacionales, para ayudar a fortalecer la estabilidad financiera. Finalmente, me enfocaré en los desafíos que enfrentan los bancos centrales latinoamericanos, cuyas economías se vieron afectadas por la crisis y por las respuestas a la crisis de otros bancos centrales.

Políticas de la Reserva Federal y coordinación con otros bancos centrales

Si bien la crisis financiera que se desató en el verano de 2007 se manifestó inicialmente como un profundo deterioro de los mercados de hipotecas en Estados Unidos, los orígenes del problema eran más profundos. Ciertamente, las consecuencias de un auge del crédito combinado con el excesivo apalancamiento, la incorrecta valoración del riesgo y las deficiencias en la gestión del riesgo se hicieron cada vez más evidentes. Y dada la dimensión internacional de estas vulnerabilidades e interconexiones, la crisis pronto se hizo mundial. Los bancos centrales de todo el mundo respondieron de manera contundente.

Desde el inicio de la crisis, la Reserva Federal usó con energía su arsenal de herramientas tradicionales para administrar las tasas de interés de corto plazo. La Reserva Federal redujo la meta de la tasa de fondos federales de un 5.25% en agosto de 2007 a un rango del

0% al 0.25% para finales de 2008. Es poco común la coordinación internacional en decisiones de tasa de interés, pero en octubre de 2008, la Reserva Federal anunció una reducción en su tasa de interés conjuntamente con otros cinco importantes bancos centrales: el Banco de Canadá, el Banco de Inglaterra, el Banco Central Europeo, el Banco Central de Suecia y el Banco Nacional de Suiza. Con claras señales de una desaceleración económica en muchos países, esta medida coordinada fue un mensaje firme y positivo para los mercados financieros de la intención colectiva de quienes formulan políticas públicas de mitigar los efectos de la crisis sobre sus economías. Si bien no por medio de acciones coordinadas directamente, otros bancos centrales, incluso los de América Latina, también redujeron las tasas de interés.

La tensión en los mercados financieros y la escasez de liquidez eran graves. Por lo tanto, además de los recortes en las tasas de interés, la Reserva Federal tomó medidas destinadas a brindar liquidez primero a los bancos y luego a otras instituciones financieras. Hubo un tercer conjunto de medidas que implicaron el aprovisionamiento de liquidez para aligerar las presiones en el mercado de papel comercial y en los fondos de los mercados de dinero. Estos programas de liquidez se relajaron cuando los mercados financieros comenzaron a mejorar.

A medida que la Reserva Federal y otros bancos centrales trabajaban para atender la escasez de liquidez en sus propios mercados, quedaba claro que, como resultado de la mundialización, las empresas estaban pasando por una etapa de escasez de financiamiento, no sólo en moneda nacional, sino también en divisas. En especial se produjo una escasez de financiamiento en dólares no sólo en Estados Unidos, sino también en países de todo el mundo, lo cual, a su vez, exacerbó las presiones en los mercados de financiamiento de Estados Unidos. La Reserva Federal ya estaba proporcionando liquidez a empresas financieras extranjeras que operaban en Estados Unidos mediante su ventana de descuentos y de otras facilidades. Para resolver mejor las presiones en los mercados de financiamiento en dólares y para apoyar el flujo de crédito para las familias y negocios estadounidenses, la Reserva Federal aprobó finalmente acuerdos bilaterales de canje de

divisas con 14 bancos centrales, entre ellos dos latinoamericanos.¹ Al amparo de estos acuerdos, a cambio de sus propias monedas, los bancos centrales obtenían dólares de la Reserva Federal para prestar a instituciones financieras en sus jurisdicciones. Esencialmente, estos acuerdos de canje no plantean un riesgo para la Reserva Federal: se compensan (con una cuota pagada por el banco central recurriendo a un acuerdo de canje con la Reserva Federal) a la misma tasa de interés que se aplicó para la transacción original, se pactan con importantes bancos centrales con trayectorias de toma de decisiones prudentes, y están garantizados por la divisa proporcionada por esos bancos centrales.

El éxito de estas líneas de canje para aliviar las presiones de financiamiento y para reducir las tasas de préstamos interbancarias pone de manifiesto los beneficios de la cooperación de los bancos centrales. Además de relajar la escasez de financiamiento, estos canjes también ayudaron a disipar los temores de los mercados, por lo que tuvieron un papel preventivo así como correctivo. Por ejemplo, cuatro de los bancos centrales que participaron en estos acuerdos –Brasil, Canadá, Nueva Zelandia y Singapur– no tuvieron que recurrir a estas facilidades, pero generalmente se cree que la existencia de las líneas ayudó a prevenir las tensiones que se podrían haber generado. En febrero de 2010, a medida que la crisis financiera se desvanecía, se cerraron las líneas de canje. Sin embargo, las líneas con algunos de los bancos centrales extranjeros se reabrieron en respuesta a las tensiones financieras que se desarrollaron en Europa.²

En muchos países, las tasas de interés bajaron a casi cero. Como se mantenía un profundo estancamiento económico, estos bancos centrales se enfrentaron al reto de encontrar medios para relajar aún más la política monetaria. La Reserva Federal expandió su balance general

¹ Los 14 bancos centrales fueron los de Australia, Brasil, Canadá, Dinamarca, la zona del euro, Corea del Sur, Japón, Nueva Zelandia, México, Noruega, Singapur, Suecia, Suiza y el Reino Unido.

² Se han renovado las líneas de canje en varias ocasiones desde entonces, y la actual autorización llega hasta febrero de 2013.

por medio de la compra de valores del Tesoro a largo plazo, de deuda de organismos gubernamentales y de títulos con garantía hipotecaria. La idea era presionar a la baja los rendimientos a largo plazo para estimular la demanda y también para promover el reequilibrio de las carteras hacia activos y préstamos más riesgosos en el sector privado. Más recientemente, el Comité Federal de Mercado Abierto decidió extender el vencimiento promedio de su acervo de títulos vendiendo títulos del Tesoro con vencimiento a menor plazo y comprando títulos del Tesoro con vencimiento a mayor plazo. Este programa de extensión del vencimiento generó una nueva presión a la baja en las tasas a largo plazo sin expandir el balance general de la Reserva Federal.

Además del uso de una política monetaria convencional y de herramientas de balance general para ofrecer una expansión monetaria, la comunicación es una importante herramienta usada por los bancos centrales para fortalecer la eficacia de la política. Al cierre de cada reunión, el Comité Federal de Mercado Abierto emite un comunicado con las acciones de política adoptadas y con los fundamentos para dichas acciones. Las minutas detalladas se publican tres semanas después, y las transcripciones ligeramente editadas se hacen públicas en un lapso de cinco años. En 2011, el presidente de la Junta comenzó a realizar conferencias de prensa aproximadamente cada trimestre para debatir las proyecciones económicas presentadas por los participantes y las resoluciones tomadas en la reunión. En agosto de 2011, la declaración del Comité incluyó proyecciones que estimaban que las condiciones económicas garantizarían niveles excepcionalmente bajos de las tasas de fondos federales al menos hasta mediados de 2013 –fecha que luego se extendió hasta finales de 2014–, lo cual presionó aún más a la baja las tasas de interés de más largo plazo. En enero de 2012, el Comité dio a conocer un comunicado sobre sus metas y su estrategia de política a más largo plazo. En esa misma reunión, el Comité comenzó también a incluir las proyecciones de los participantes sobre el rumbo adecuado de la tasa de fondos federales en el Summary of Economic Projections. El Comité sigue debatiendo maneras en las cuales se puede utilizar la comunicación para mejorar la política.

Si bien estas decisiones de política de la Reserva Federal no estaban coordinadas con las de otros bancos centrales, otros bancos compartían los mismos desafíos y respondían, en términos amplios, de la misma manera con el fin de expandir sus balances generales. Por ejemplo, el Banco de Inglaterra y el Banco de Japón también usaron las ventas a gran escala de títulos del gobierno a mediano y largo plazos para brindar estímulos. Además, otros bancos centrales, como el Banco de Canadá y el Banco de Japón, también usaron más activamente sus proyecciones sobre el rumbo de las tasas de interés.

Finalmente, los desafíos y problemas en común de los últimos años reforzaron la importancia de un debate abierto entre los bancos centrales del mundo. Los líderes de los bancos centrales aprovecharon la experiencia colectiva por medio de un debate en foros tan diversos como el Banco de Pagos Internacionales (BPI), el Grupo de los 20 (G20) y el CEMLA. El CEMLA es un excelente ejemplo de lo que se puede lograr con la cooperación de los bancos centrales por medio de actividades como cursos y seminarios, reuniones internacionales, asistencia técnica, publicación de estudios de investigación y programas de intercambio.

Cooperación en áreas de supervisión y regulación

Los bancos centrales alrededor del mundo se han enfocado no sólo en responder a la crisis, sino también en trabajar para minimizar el riesgo de futuras crisis mejorando la solidez y estabilidad del sector financiero. Ciertamente, la crisis financiera mundial ha puesto de manifiesto la importancia de la meta de estabilidad financiera de los bancos centrales. Dada la naturaleza mundial de los mercados financieros y de las grandes instituciones financieras, la coordinación y cooperación entre los bancos y los supervisores y entes reguladores de los bancos es crucial en el logro de su meta. Permítanme brindar algunos ejemplos de estos esfuerzos.

En primer lugar, la crisis destacó algunas deficiencias en los requisitos de capital y liquidez. Los bancos centrales con responsabilidades

de supervisión bancaria han estado profundamente involucrados en la elaboración y la promoción de los marcos internacionales para abordar estas deficiencias. La Reserva Federal ha respaldado la adopción de los requisitos de capital mejorados del Comité de Basilea que incluyen el incremento de la ponderación de riesgo para los activos comerciales, mejorando la calidad del capital de absorción de pérdida por medio de un nuevo estándar mínimo de coeficiente de capital ordinario, creando un colchón para la conservación del capital, e introduciendo un requisito de coeficiente de apalancamiento internacional. La Reserva Federal también ha apoyado el trabajo del Comité de Basilea en referencia a los requisitos cuantitativos de liquidez y a su trabajo sobre los recargos de capital para los bancos de importancia sistémica mundial.

Otro ejemplo de la cooperación internacional en el ámbito regulatorio es el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB por sus siglas en inglés), constituido por entes regulatorios financieros clave de todo el mundo, entre ellos la Reserva Federal. El FSB ha identificado una serie de retos que la cooperación internacional entre los bancos centrales y los entes reguladores financieros está ayudando a resolver. Uno de esos desafíos abarca a los derivados extrabursátiles (OTC por sus siglas en inglés). Para reducir el riesgo sistémico de los derivados OTC, los líderes del G20 acordaron requerir que los derivados OTC normalizados se compensen por cámaras de contrapartida central. Las resoluciones transfronterizas es otro de los retos, y el FSB ha llevado a cabo un trabajo analítico sobre cómo mejorar la manera en que se resuelve la inviabilidad de las empresas financieras que tienen una importante presencia internacional. El FSB también ha identificado e impulsado el trabajo cooperativo en cuanto a lagunas en la información financiera y al llamado sistema bancario informal.

En su condición de supervisor bancario, la Reserva Federal ha cooperado con los supervisores bancarios del extranjero (entre ellos otros bancos centrales) mediante la participación en colegios de supervisión, que son grupos de trabajo multilaterales de supervisores formados con el fin de fortalecer la supervisión eficaz y consolidada de una organización de banca internacional. Los colegios de supervisión alientan el

intercambio de información y la cooperación de los supervisores del país de origen y de los países anfitriones para ayudarlos a entender mejor el perfil de riesgo de una organización bancaria.

Por último, en la Reserva Federal también hemos estado trabajando de manera estrecha con otros agentes estadounidenses en el Consejo de Supervisión para la Estabilidad Financiera, establecido recientemente, para la aplicación de las reformas de estabilidad financiera dispuestas en la ley Dodd-Frank. Un aspecto clave de esta ley es la atención en un *enfoque macroprudencial* que considera al sistema financiero en su conjunto, además de las instituciones y los mercados financieros individuales. Se ha generalizado un mayor interés por las herramientas macroprudenciales. Ciertamente, la Reserva Federal ha participado en el análisis de herramientas y políticas macroprudenciales realizado conjuntamente con otros bancos centrales del G20 en el BPI y con los supervisores de bancos en el Comité de Basilea.

Una de las razones por las cuales se requiere la coordinación para la supervisión y regulación son las cuantiosas operaciones transfronterizas de muchas empresas financieras. El desapalancamiento de algunas instituciones financieras globales con una presencia significativa en América Latina y el efecto potencial en el desempeño económico sirven como recordatorio de las interconexiones entre las instituciones financieras y las economías. El desapalancamiento de estas instituciones también resalta la necesidad de coordinación entre los entes reguladores y actúa como un catalizador para alentar que se compartan la información y las decisiones.

Bancos centrales latinoamericanos: respuesta ante la crisis y desafíos

Anteriormente mencioné cómo los bancos centrales de todo el mundo, entre ellos los de América Latina, bajaron las tasas de interés en respuesta a la crisis financiera global. Si bien la crisis se gestó en las economías avanzadas, los bancos centrales latinoamericanos como los de Brasil, Chile, Colombia y México, recortaron su tasa de interés

en 2009 ya que sus economías estaban siendo afectadas debido a sus vínculos comerciales y financieros con las economías avanzadas, como así también por los canales de precios de las materias primas. Su capacidad para emprender medidas anticíclicas marcaba un contraste sorprendente con su situación en ocasiones previas de tensión, cuando las tasas de interés no podían disminuirse por temor a alejar a los inversionistas internacionales. El hecho de que estas economías latinoamericanas fueran capaces de responder bajando sus tasas de interés y también impulsando su apoyo fiscal pone de manifiesto los pasos decididos dados previamente para fortalecer las políticas macroeconómicas y los sistemas financieros, entre ellos las mejoras en los marcos monetarios al amparo de los cuales operan sus bancos centrales.


Muchas economías latinoamericanas mostraron una recuperación rápida y sólida de la recesión mundial y posteriormente comenzaron a elevar sus tasas de interés para intentar prevenir las presiones de sobrecalentamiento. Por el contrario, muchas economías avanzadas, con sus recuperaciones prolongadas y parcas, necesitaron seguir políticas monetarias expansivas. Del mismo modo, tal como fue el caso en Asia emergente, la política monetaria de algunos bancos centrales de América Latina, como los de Brasil y Chile, fue distinta a la de las economías avanzadas. El alza en los diferenciales de la tasa de interés resultante, sumado a un crecimiento relativamente más sólido en América Latina, ayudaron al ingreso de capital que, en algunas ocasiones, ha resultado un desafío de gestión para los formuladores de políticas públicas de estas economías. Sin duda, más recientemente, con la intensificación de la crisis europea, algunos países latinoamericanos, en especial Brasil, han reducido de nuevo su tasa de interés en respuesta a las inquietudes sobre una desaceleración del crecimiento.

Sin embargo, aun dentro de América Latina, la experiencia de las economías no ha sido uniforme. En especial México, con sus lazos más estrechos con Estados Unidos, se vio afectado antes y de manera más dura que muchas otras economías de la región. Si bien la recuperación de México en la segunda mitad de 2009 fue vigorosa, tuvo

menos dinamismo y el país sigue rezagado. A pesar de ello, el Banco de México no consideró necesario elevar sus tasas de interés durante su periodo de recuperación, a diferencia de otros bancos centrales latinoamericanos.

Estos acontecimientos subrayan un aspecto importante: que si bien los bancos centrales pueden beneficiarse con la coordinación y cooperación, en general la adopción de la misma política al mismo tiempo no siempre es la mejor opción para los bancos centrales. Del mismo modo, es imperativo que cada banco central cuente con herramientas de política monetaria para abordar de forma adecuada, las metas nacionales, independientemente de las acciones de otros bancos centrales.

Conclusión

En esta era de integración financiera mundial, la Reserva Federal y otros bancos centrales a menudo deben cooperar para lograr sus mandatos individuales. Esta necesidad de coordinación ha sido especialmente cierta durante la crisis reciente, cuando las acciones de los bancos centrales que trabajaron de manera conjunta resultaron ser muy útiles para relajar las tensiones financieras y para impulsar la confianza. Ciertamente, relaciones más estrechas entre los bancos centrales y líneas de comunicación más abiertas entre ellos son algunos de los resultados positivos de estos tiempos difíciles. Este espíritu de cooperación debería mantenerse ya que nuestros respectivos bancos centrales trabajan para lograr políticas monetarias apropiadas para nuestras economías mientras apoyan a los sistemas financieros estables de todo el mundo. 

Gestión de crisis a corto plazo y visión a largo plazo: las respuestas de Europa a la crisis

Quisiera agradecerles sinceramente que me hayan invitado a hablarles en estas jornadas sobre cooperación entre bancos centrales en tiempos de crisis. Desde la perspectiva de la zona del euro, la cooperación entre bancos centrales durante la crisis ha sido excelente. Desde los inicios de la misma en 2007, hemos mantenido un diálogo constante que se prolonga hasta el presente. Nuestra red de líneas de canje de divisas con la Reserva Federal, el Banco de Inglaterra, el Banco Nacional de Suiza, el Banco de Japón y el Banco de Canadá ha contribuido a garantizar la disponibilidad de liquidez en moneda extranjera en la zona del euro, y de liquidez en euros en el exterior. También se ha producido una fluida cooperación internacional por medio del FMI. En conjunto, estas medidas han contribuido significativamente a reducir las tensiones en los mercados financieros.

Miembro del Comité Ejecutivo del Banco Central Europeo. El autor desea agradecer a Jonathan Yiangou su contribución a este discurso. Las opiniones vertidas en el mismo son responsabilidad exclusivamente del autor.

Dado que el éxito de esta cooperación goza de un amplio reconocimiento, quisiera dedicar mi intervención de hoy a examinar otro asunto más controvertido: la gestión de la crisis por parte de las autoridades de la zona del euro. Cuando viajo fuera de Europa, con frecuencia me sorprende hasta qué punto se malinterpreta el enfoque seguido en la zona del euro. Se tiene la percepción generalizada de que la zona carece de una estrategia coherente para calmar a los mercados y estabilizar la actividad económica. También se la ve como la principal fuente de perturbaciones para la economía mundial. De hecho, en algunas ocasiones tengo la impresión de que la volatilidad mundial se atribuye exclusivamente a los defectos de Europa, mientras que con habilidad se resta importancia a los retos para la sostenibilidad del crecimiento que plantean otras grandes regiones económicas.

En la actualidad, tres opiniones críticas gozan de especial aceptación.

- La primera es que Europa no dispone de las herramientas adecuadas para solucionar la crisis.
- La segunda es que Europa se ocupa únicamente de la consolidación fiscal y no del crecimiento.
- La tercera es que el euro no puede superar sus defectos de diseño.

Aunque entiendo los argumentos que sustentan estas opiniones, no les sorprenderá saber que discrepo por completo de ellos. La realidad es más compleja en los tres casos. Basta con fijarse en los resultados de la reunión del Consejo Europeo y de la Cumbre de la Zona del Euro celebradas el 28 y el 29 de junio pasados para advertir que estas críticas no se sostienen. Europa está avanzando más de lo que reconocen muchos observadores externos.

1. Instrumentos de gestión de crisis

Quisiera comenzar por la primera crítica: que Europa carece de instrumentos adecuados para afrontar la crisis. En primer lugar, es

necesario poner las cosas en perspectiva. No resulta realista esperar que la zona del euro disponga de los mecanismos de reacción de un estado nación como Estados Unidos, que lleva más de 200 años estableciendo instituciones destinadas a gobernar una zona económica extensa y diversa, y a gestionar crisis. Y sin embargo, algunas veces su sistema político sigue tropezando con dificultades a la hora de tomar decisiones delicadas. Por su parte, la zona del euro sólo cuenta con 13 años de existencia, y el fortalecimiento de sus instituciones no empezó hasta hace dos años. En este contexto, son ya muy significativos los logros obtenidos mediante la creación del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF) y el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), la entrada en vigor del conjunto de medidas legislativas sobre el gobierno económico (el llamado *Six-pack*) y el acuerdo sobre el pacto presupuestario.

El 29 de junio, en la Cumbre de la Zona del Euro, se adoptó una serie de medidas adicionales para mejorar la gestión de la crisis. Se acordó que los préstamos concedidos a España en el marco de su programa de recapitalización bancaria no tuvieran carácter preferente. Así se elimina una de las principales preocupaciones de los inversionistas acerca del programa, que también afecta a las continuas adquisiciones de deuda pública española por parte de estos. Se asumió el compromiso de utilizar toda la gama de instrumentos del FEEF y del MEDE de forma flexible y eficiente. Y, como medida más importante, se decidió que el MEDE deberá tener la capacidad de recapitalizar los bancos de forma directa, una vez que se haya implantado un mecanismo único de supervisión, en el que estará implicado el BCE. Todos ellos son avances muy significativos, que quisiera explicar con más detenimiento.

En primer lugar, la posibilidad de recapitalización bancaria directa por parte del MEDE resulta crucial para romper el círculo vicioso entre las entidades de crédito y sus Estados, que es un factor clave en la crisis. La recapitalización directa permitiría estabilizar las entidades sin aumentar el nivel de endeudamiento del Estado, evitando así un perjuicio adicional a los mercados de deuda soberana y a los balances de las entidades de crédito. Con ello la zona del euro se acercaría más

al tipo de unión financiera que encontramos en federaciones como Estados Unidos o Suiza, donde los problemas del sector bancario se solventan en el ámbito federal y no tienen consecuencias para las finanzas de las unidades federadas. Evidentemente, esta medida ha de ir acompañada por incentivos adecuados para que las empresas de crédito limiten el riesgo moral. Las condiciones en materia de política económica adheridas a esta medida deberían incluir planes de reestructuración acordes con las normas de la Unión Europea sobre ayudas estatales, y principios que regulen la resolución ordenada de la insolvencia de entidades financieras y limiten el uso de los fondos públicos.

En segundo lugar, el compromiso de establecer un supervisor único es fundamental en la medida en que facilita la recapitalización directa. Sin embargo, también tiene efectos positivos por sí solo. Con los poderes adecuados, un supervisor único podría generar mayor transparencia en los sectores bancarios nacionales y reducir el riesgo de influencia en la regulación por parte de las entidades supervisadas, lo cual aumentaría la confianza de los inversionistas. Asimismo, fomentaría la integración financiera al *europizar* las prioridades de supervisión. Por ejemplo, ya no se preverían determinadas medidas de supervisión que se han adoptado durante la crisis y que han dado lugar a la fragmentación del mercado único, como exigir a las entidades de crédito que hagan cuadrar sus activos con sus pasivos en escala nacional. En términos de diseño, este mecanismo de supervisión debería tener un ámbito de aplicación claro, la zona del euro, y a la vez seguir siendo plenamente compatible con el mercado único y la armonización supervisora en el conjunto de la Unión Europea. El BCE está dispuesto a comprometerse en el proceso, siempre y cuando no se produzca contaminación alguna entre política monetaria y estabilidad financiera. Como es obvio, la ampliación del mandato del BCE deberá traer consigo un aumento de las exigencias del mecanismo democrático de rendición de cuentas.

En tercer lugar, las decisiones de renunciar al carácter preferente y hacer uso de toda la gama de instrumentos del FEEF y del MEDE envían una señal importante a los mercados, a saber: que los responsables

de las políticas económicas han entendido la complejidad de la crisis y están dispuestos a aprovechar la flexibilidad de los fondos de rescate para hacerle frente. Este hecho también queda patente en la decisión adoptada en la Cumbre de la Zona del Euro de permitir que los países que respeten sus programas de reforma fiscal y estructural obtengan las ayudas del FEEF y del MEDE, reduciendo así el estigma que acarrea la solicitud de ayuda. El BCE también participará en este proceso en calidad de agente del FEEF y del MEDE, para facilitar la eficacia de las operaciones de mercado.

En conjunto, resulta difícil defender la imagen caricaturesca según la cual Europa carece de herramientas para afrontar la crisis. Si en 2010 alguien hubiera sabido que en el plazo de dos años habría un cortafuegos de 700,000 millones de euros para préstamos a Estados, adquisiciones de bonos y recapitalización bancaria, hubiera afirmado que la zona del euro se situaba a la vanguardia en este terreno. Ahora que el cortafuegos existe, recibe críticas por insuficiente. Esta es la dinámica natural de evolución de las expectativas, pero no debería distraernos de los avances realizados, que son impresionantes tanto en sí mismos como en términos de comparación histórica.

2. Consolidación fiscal y crecimiento

La segunda crítica que suele hacerse actualmente a la zona del euro es que su atención a la consolidación fiscal está destruyendo las perspectivas de crecimiento. Los argumentos son los siguientes: en una economía débil con un sector privado que está reduciendo su nivel de apalancamiento, el dinamismo del sector público es esencial para mantener la demanda. Los recortes presupuestarios no acarrearán más que una disminución del crecimiento y un aumento del desempleo y el déficit.

Yo no percibo contradicción alguna entre la consolidación fiscal y el crecimiento sostenible. De hecho, la una es condición previa del otro. No niego que a corto plazo el saneamiento de las políticas fiscales produzca efectos negativos por el lado de la demanda, pero a largo plazo,

este resulta esencial para reducir los costos de endeudamiento y fomentar la inversión. Además, en los países que están sufriendo graves tensiones en los mercados de deuda soberana, la consolidación fiscal es inevitable para preservar el acceso a los mercados.

Dicho esto, es necesario a todas luces adoptar medidas para mejorar el potencial de crecimiento de las economías de la zona del euro. Estas medidas también tienen que producir efectos a corto plazo, para suavizar el efecto en el mismo plazo de la consolidación fiscal. Reconociendo esta necesidad, el Consejo Europeo del 28 y el 29 de junio aprobó un Pacto para el Crecimiento y el Empleo, con el fin de liberar hasta 120,000 millones de euros para crecimiento e inversión, lo que representa aproximadamente el 1% del PIB de la zona del euro. Esta cifra incluye un aumento de la capacidad de préstamo del Banco Europeo de Inversiones en 60,000 millones de euros, de los cuales, 55,000 millones procederán de la reasignación de fondos estructurales a medidas de estímulo del crecimiento, y 4,500 millones corresponderán a financiamiento de inversiones por medio de la etapa piloto de los llamados *project bonds*, o bonos ligados a proyectos.

Además de esto, el Consejo Europeo adoptó una serie de medidas para mejorar el funcionamiento del mercado único y facilitar los ajustes dentro de la unión monetaria. Se llevará a término la implantación del mercado único de servicios, que según las previsiones reportará unos beneficios económicos de hasta 330,000 millones de euros. A fin de mejorar la movilidad laboral dentro de Europa, se desarrollará una herramienta de selección de personal para el conjunto de la Unión Europea y se adoptarán medidas para mejorar la transferibilidad de los derechos de pensiones y el reconocimiento de las cualificaciones profesionales.

Esta estrategia confirma una importante evolución en el pensamiento de los responsables políticos europeos. Están reconociendo que el correcto funcionamiento de la moneda única requiere flexibilidad en los mercados de bienes, de servicios y de trabajo. Están encaminando sus esfuerzos a maximizar los beneficios del mercado único más grande del mundo, no a actuar como 27 mercados nacionales. Y están

aprovechando el potencial de los fondos de la Unión Europea como herramientas para favorecer el crecimiento agregado, no como instrumentos *quid pro quo* entre los estados miembro. Cosechar todos los beneficios de la integración económica europea y aplicar las reformas estructurales en el ámbito nacional contribuirán a sentar las bases de un crecimiento más sostenido en el futuro.

3. El futuro de la Unión Económica y Monetaria

Por supuesto, hay analistas que cuestionan la pertinencia de esta proyección, basándose en la tercera crítica que he mencionado: la creencia de que la Unión Económica y Monetaria (UEM) no puede funcionar debido a sus defectos institucionales. En opinión de estos críticos, la zona del euro está demasiado descentralizada y desunida, y es demasiado diversa para funcionar como una zona monetaria única. Por tanto, concluyen que no es posible garantizar su supervivencia.

Es evidente que en la zona del euro existen carencias institucionales. En términos agregados, los fundamentos económicos de la zona son mejores que los de Estados Unidos o Japón, y sin embargo se percibe que invertir en ella comporta más riesgos. Por ejemplo, el FMI proyecta que el déficit agregado de la zona del euro para el ejercicio en curso estará apenas por encima del 3% del PIB, frente al 8% aproximadamente en Estados Unidos y cerca del 10% en Japón. Las cifras equivalentes para el nivel de la deuda bruta se sitúan en torno al 90% del PIB en la zona del euro, frente al 106% en Estados Unidos y el 235% en Japón.

Ante esta discrepancia entre fundamentos económicos y percepciones, la respuesta más adecuada no es caer en el derrotismo, sino corregir los defectos institucionales que favorecen esta situación. Una vez más, el Consejo Europeo dio un paso importante en esta dirección en su cumbre más reciente. Con base en el informe presentado por los presidentes del propio Consejo, la Comisión, el Eurogrupo y el BCE, aquel solicitó que se elabore un programa específico y con plazos acotados para la consecución de una auténtica Unión Económica y Monetaria. Este programa se presentará a finales de 2012.

Nos encontramos ante un avance muy notable por dos razones. Primero, porque transmite con claridad el mensaje de que los estados miembro están comprometidos con el euro y con el éxito de la UEM, lo cual debería contribuir a disipar las preocupaciones de los inversionistas respecto a la integridad de la zona del euro en el futuro. Segundo, porque el informe presentado por los cuatro presidentes es exhaustivo y de gran alcance: ha sido diseñado para abordar las tareas más acuciantes a las que se enfrenta la UEM en todos los ámbitos importantes de la política económica. Por tanto, el Consejo propone que los esfuerzos se centren en cuatro componentes básicos:

- 1) El primero es la *unión financiera*, con un marco único para la supervisión y resolución bancarias y la garantía de depósitos de clientes. Esta unión partiría del mecanismo único de supervisión, actualmente en desarrollo, y en condiciones ideales debería culminar en una versión europea de la FDIC, financiada con aportaciones del sector privado.
- 2) El segundo componente básico es una *unión fiscal*, con poderes en toda la zona del euro para prevenir políticas presupuestarias insostenibles y limitar la emisión de deuda pública nacional. Una vez establecidos estos poderes, sería posible también avanzar hacia la emisión de deuda común, aunque sólo al final del proceso.
- 3) El tercer componente básico es una *unión económica*, que ayudaría a los miembros de la zona del euro a mantenerse en buenas condiciones y adquirir flexibilidad para realizar ajustes dentro de la unión monetaria. Podría implicar, por ejemplo, pasar de la coordinación laxa de las reformas estructurales de los estados miembro a un marco de obligado cumplimiento en el conjunto de la zona del euro.
- 4) Y el cuarto componente básico es una *unión política*, encaminada a reforzar la participación democrática. Este último componente es tan importante como los demás, pues las otras medidas no pueden resultar eficaces a menos que gocen de legitimidad. Esto requiere de ideas innovadoras sobre la participación del parlamento europeo


y los parlamentos nacionales en el proceso de adopción de decisiones sobre cuestiones relacionadas con la zona del euro.

4. Conclusión

El programa hacia una UEM más fuerte, junto con las decisiones sobre el MEDE y el Pacto para el Crecimiento y el Empleo, representan una respuesta integral a la crisis. La zona del euro ha comprendido con claridad que ha quedado atrás el momento de las soluciones parciales y las reformas poco sistemáticas.

El camino de aplicación de esta reforma estará sin duda lleno de dificultades, como es natural en el funcionamiento de una unión de 17 democracias. Aunque advertiré a quienes albergan dudas sobre el euro que es responsabilidad suya si subestiman el compromiso político de las partes implicadas con la moneda única. La zona del euro está avanzando hacia un equilibrio más sostenible, y a una velocidad comparativamente alta en el contexto internacional. La ambición de unas bases duraderas a la UEM en menos de un decenio supone un paso histórico de enorme relevancia, que se mantiene fiel al objetivo establecido en los tratados europeos de crear “una unión cada vez más estrecha entre los pueblos de Europa”. La alternativa sería continuar con la tendencia actual a la fragmentación del mercado, que llevaría al proteccionismo y, en última instancia, al populismo.

Algunas de estas propuestas implicarán compartir más soberanía entre los estados miembro. Esto resulta inevitable para garantizar el grado suficiente de convergencia económica y financiera para que la UEM funcione con eficacia. No obstante, es necesario garantizar que si la soberanía se eleva al nivel de la Unión Europea, el control democrático se eleve al mismo nivel, y que se den pasos que contribuyan al surgimiento de una verdadera identidad europea.

Como banqueros centrales, a todos nos interesa la estabilidad mundial. Confío en que, gracias a las medidas que acabo de describir, la zona del euro continuará siendo un pilar fundamental de la economía internacional. 



Pedro Duarte Neves

La cooperación entre bancos centrales en épocas de crisis: lecciones de la experiencia reciente

Es un placer y honor participar en esta Conferencia en ocasión del 60º aniversario del CEMLA.

Esta Conferencia se desarrolla en un momento de grandes retos.

Desde hace cinco años hemos estado atravesando la peor crisis financiera y económica desde la Gran Depresión. La crisis se desató en Estados Unidos y pronto emigró a Europa, pasando de una crisis de las instituciones financieras a una crisis total de deuda pública de la zona del euro.

Se siguen sintiendo las repercusiones de la crisis en la economía mundial, el comercio internacional y el sistema financiero, y todavía no están claros sus efectos totales.

Vicegobernador, Banco de Portugal. El autor agradece las contribuciones de la Oficina del Gobernador, y a los departamentos de Operaciones de Mercado, de Gestión de Reservas, de Supervisión Prudencial y de Relaciones Internacionales para este artículo.

Sin embargo, si de algo no hay duda es que el mundo ha cambiado. Este cambio tiene consecuencias amplias y de largo alcance, en particular para los mercados financieros y para la comunidad de bancos centrales.

Esto me remite al tema de la Conferencia y de este panel: ¿qué lecciones podemos obtener —en este momento— para contribuir a la cooperación entre los bancos centrales?

Intentaré contribuir a este debate explorando tres series de preguntas en mi presentación.

En primer lugar, ¿qué implica la cooperación entre los bancos centrales y cuáles eran los principales acuerdos de cooperación antes de 2007?

En segundo lugar, ¿cómo funcionaron en la práctica los acuerdos? ¿Fueron suficientes, o necesitamos crear nuevos mecanismos de cooperación?

Y finalmente, ¿cuáles son las implicaciones de la crisis para la cooperación futura entre los bancos centrales?

¿Qué implica la cooperación entre bancos centrales?

Permítanme empezar con el primer grupo de preguntas: ¿qué implica la cooperación entre bancos centrales y cuáles eran los acuerdos previos de cooperación en vigencia antes de 2007?

En términos generales, se podría definir a la cooperación como el proceso por el cual distintos actores trabajan conjuntamente hacia un fin común. En el caso de los bancos centrales, el *fin común* primordial de la cooperación sólo puede ser salvaguardar la estabilidad monetaria y financiera. Después de todo, en este momento son estas las metas principales de cualquier banco central del mundo.

La teoría nos enseña que, en un mundo interdependiente, las soluciones cooperativas pueden conducir a resultados superiores. Esto significa que la cooperación implica internalizar las externalidades transfronterizas de las políticas nacionales. Es natural que la cooperación de los bancos centrales haya estado adquiriendo importancia en

el último siglo, junto con la tendencia en alza a la integración económica y financiera.

La cooperación entre los bancos centrales adquiere muchas formas distintas, y podría ser analizada desde ángulos muy diferentes. Si consideramos *la cantidad de jugadores* involucrados, tenemos cooperación bilateral o multilateral. Si consideramos la *dimensión geográfica*, tenemos cooperación global y de grupos regionales, como el CEMLA. Si consideramos los *criterios económicos*, tenemos la cooperación de grupos de grandes economías avanzadas tales como el G7 o el G10, y también grupos como el G20, que también incluye a las economías de los mercados emergentes más importantes. Si adoptamos una *perspectiva institucional*, deberíamos distinguir entre la cooperación en el contexto de las instituciones financieras y la cooperación dentro de los grupos informales. Entre las instituciones financieras internacionales, se destaca el Banco Internacional de Pagos (BPI). El BPI se creó en 1930, y su principal meta, de acuerdo con la definición de sus estatutos, es “promover la cooperación entre bancos centrales”. Desde entonces, se ha expandido su membresía por un factor de diez, de seis a 60 bancos centrales.

Finalmente, podemos considerar las distintas formas de cooperación de acuerdo con el *grado de delegación de los poderes nacionales involucrados*. Aquí, tiendo a considerar tres categorías amplias de cooperación entre bancos centrales, de menor a mayor grado de demanda en cuanto a la delegación:

- En primer lugar, la distribución de la información, la estandarización de los conceptos y el intercambio de opiniones sobre el funcionamiento de la economía, las metas de la política del banco central o la perspectiva económica. Este tipo de cooperación es crucial para tener estadísticas más oportunas, de mejor calidad y más integrales que proporcionen un entendimiento más valioso para cada debate de política de los bancos centrales.
- Un segundo tipo de cooperación es el establecimiento de estándares y la adopción de reglas comunes, e implica también la cooperación

con otras autoridades además de las de los bancos centrales. El ejemplo más prominente se relaciona con la cooperación en el campo de la supervisión bancaria.

- El tercero, claramente el tipo de cooperación más demandante, son las acciones de común acuerdo. Pienso en los acuerdos de las ventas de oro, en las intervenciones concertadas en el tipo de cambio, los mecanismos de apoyo financiero mutuo y hasta en los movimientos en las tasas de interés. La creación del euro y la plena coordinación de la política monetaria dentro del Eurosistema es sin duda una forma extrema de este tipo de cooperación.

Habiendo intentado ofrecer una taxonomía de la *cooperación entre bancos centrales*, me enfocaré en cómo estas múltiples formas de cooperación funcionaron en la práctica durante la actual crisis financiera.

¿Cómo ha funcionado durante la crisis?

Durante la crisis actual, ha sido destacable la cooperación internacional entre los bancos centrales. Hemos visto una mejora en la distribución de la información y un seguimiento colectivo de los acontecimientos en el mercado; pasos coordinados para ofrecer liquidez y para restablecer la confianza; y acciones conjuntas con los entes reguladores y supervisores para reformar el sistema financiero.

La crisis afectó el funcionamiento de todos los mercados financieros, incluso el de depósitos mayoristas y de tipo de cambio, forzando a muchos bancos a emplear las facilidades de préstamos de sus bancos centrales locales para financiarse a sí mismos.

Como se puede notar, el riesgo de crédito de contraparte se incrementó rápidamente; debido a la incertidumbre sobre las exposiciones a los créditos de los bancos y al tamaño de las pérdidas potenciales, los bancos comenzaron a acumular liquidez. En particular, los bancos estadounidenses retiraron liquidez de forma masiva de sus filiales en otros países. La situación se agudizó mucho más luego de la caída de

Lehman Brothers en septiembre de 2008, la cual destruyó la creencia generalizada de que los gobiernos no permitirían la caída de una institución de importancia sistémica.

Los bancos centrales han reaccionado individualmente de manera bastante similar ante la crisis de crédito: recortaron las tasas de interés, prolongaron los vencimientos de las operaciones de préstamos, extendieron las garantías aceptadas y aplicaron las llamadas *medidas no convencionales de política monetaria*, las cuales esencialmente equivalen a las intervenciones directas en ciertos mercados de valores. No sorprende la similitud de la reacción dado que los bancos centrales se han enfrentado a un choque común, y sus estructuras de política no son tan diferentes unas de otras.

Lo que quizás sea más llamativo es el alcance sin precedente de las acciones concertadas, tanto en escala mundial como dentro del Eurosistema.

Ubicaría estas acciones concertadas por los bancos centrales en dos niveles: medidas de emergencia para evitar una crisis de crédito y medidas estructurales para mejorar la resistencia del sistema financiero.

En su momento abordaré cada una de estas series de medidas.

Respuestas de emergencia ante la crisis

Los bancos centrales han tomado acciones concertadas para proporcionar liquidez a los mercados y para influir en el nivel de las tasas de interés y del tipo de cambio. Las acciones se tomaron tanto en el plano regional como el mundial. La dimensión regional ha sido particularmente relevante en Europa.

Cooperación de los bancos centrales en el plano mundial

En escala mundial, los bancos centrales respondieron al repentino agotamiento de la liquidez en los mercados financieros internacionales abriendo *líneas de canje entre los bancos centrales*, las cuales evolucionaron hasta formar redes interconectadas de canje. Se establecieron cuatro redes de canje que se superponen: la red de la Reserva

Federal, la red del Banco Central Europeo (BCE), la red del franco suizo y la red asiática y latinoamericana.

Si bien antes de la tormenta financiera los acuerdos de canje entre bancos centrales se habían usado principalmente como herramientas de la política del tipo de cambio, durante la crisis las líneas de canje se emplearon para subsanar las altas presiones en el mercado mundial de financiamiento a corto plazo y para mantener la estabilidad general del mercado financiero. Fue una importante innovación en la cooperación de los bancos centrales durante la crisis financiera.

La cooperación de los bancos centrales en escala mundial no estuvo limitada a las líneas de canje: también implicó *acciones coordinadas de las políticas monetaria y de tipo de cambio*.

Un episodio simbólico ocurrió el 8 de octubre de 2008, cuando el Banco Central Europeo y cinco importantes bancos centrales –la Reserva Federal, el Banco de Canadá, el Banco de Inglaterra, el Banco Central de Suecia y el Banco Nacional de Suiza– anunciaron un recorte coordinado de la tasa de interés. Esta decisión de política monetaria sin precedente fue una señal del sólido compromiso de la banca central internacional para afrontar las implicaciones macroeconómicas de la tormenta en los mercados financieros.

Más recientemente, la intervención concertada del G7, en marzo de 2011, luego del pedido del Banco de Japón de intervenir en el yen japonés (JPY), ofrece otro ejemplo de cooperación mundial (aun cuando la intervención coordinada sea un instrumento estándar para regularizar los mercados cambiarios, y no un instrumento nuevo configurado en el contexto de la crisis actual).

Cooperación regional de los bancos centrales: el Eurosistema

Permítanme ahora enfocarme en la dimensión regional de la cooperación entre bancos centrales en la crisis actual, y en especial en la cooperación dentro del Eurosistema.

Una característica destacable de la crisis han sido las iteraciones de retroalimentación negativa entre los problemas de los gobiernos y la banca. Estas iteraciones de retroalimentación negativa han sido

particularmente agudas en el caso de la unión monetaria europea, donde se prohíbe el financiamiento monetario del sector público, y donde la estabilidad del sector financiero depende de la capacidad del gobierno local para rescatar a las instituciones financieras nacionales.

En este marco, se vio gravemente afectado el financiamiento de los bancos de la zona del euro, impidiendo la transmisión de política monetaria y llevando a diferencias insostenibles entre los países en cuanto a sus condiciones de crédito.

La necesidad de restaurar el funcionamiento de los mecanismos de transmisión de la política monetaria en la zona del euro obligó al BCE a intervenir en los mercados de valores (tanto para el financiamiento de la banca como soberano) y a aceptar temporalmente garantías denominadas en monedas distintas del euro en sus operaciones de política monetaria. El funcionamiento del marco de Asistencia de Liquidez de Emergencia del Eurosistema fue también puesto a prueba.

Intervenciones en los mercados de valores para el financiamiento soberano y de la banca

Los llamados Programas de Compra de Bonos Garantizados y de Mercado de Valores se formularon como mecanismos de gestión de la crisis. Ambos instrumentos son coordinados por el BCE y se utilizan de manera descentralizada por medio del Eurosistema (es decir, por medio del BCE y de los bancos centrales nacionales de los países de la zona del euro).

Como los bancos de la zona del euro se enfrentaron a dificultades crecientes para emitir bonos garantizados (una de sus fuentes de financiamiento más importantes), el BCE decidió que el Eurosistema estaría presente tanto en el mercado primario como secundario de bonos garantizados, con el fin de restablecer la confianza y la liquidez.

El primer programa de compra de bonos garantizados tuvo lugar desde julio de 2009 hasta junio de 2010, con un importe objetivo de 60,000 millones de euros. La intervención fue coordinada por el BCE, pero las ventas y los contactos con los participantes del mercado fueron llevados a cabo en todo el Eurosistema. El programa permitió a

algunos de los emisores de los países en mayores dificultades tener acceso a este mercado en busca de financiamiento.

En noviembre de 2011 se anunció un segundo programa de bonos garantizados, con un importe meta de 40,000 millones de euros y una conclusión prevista para octubre de 2012. Sin embargo, el nuevo programa no logró revitalizar a los mercados para las jurisdicciones más débiles. Esto probablemente se deba a factores relacionados tanto con la oferta como con la demanda: por un lado, se había agudizado la falta de confianza de los inversionistas; por el otro, los bancos fueron capaces de obtener financiamiento en condiciones más atractivas al recurrir a las operaciones de refinanciamiento a tres años establecidas por el BCE.

Además de los dos programas de venta de bonos garantizados, el BCE también anunció un programa dirigido al mercado secundario para emisores soberanos en dificultades, el Programa de Mercado de Valores (SMP por sus siglas en inglés). El SMP se emprendió a principios de mayo de 2010, cuando la situación en Grecia se deterioraba con rapidez. La cuenta de depósito nominal del Programa se ubica actualmente en 210,500 millones de euros, y comprende a diversas jurisdicciones. Las intervenciones son coordinadas por el BCE y las compras las realiza todo el Eurosistema.

Aceptación de garantías no denominadas en euros en situaciones de contingencia

En octubre de 2008, a fin de mejorar el aprovisionamiento de liquidez de los bancos de la zona del euro, el BCE decidió extender temporalmente la lista de garantías aceptables para operaciones de crédito en el Eurosistema para activos no denominados en euros. Específicamente, se agregaron a la lista de garantías del Eurosistema instrumentos de deuda denominados en dólares estadounidenses, libras esterlinas o yenes japoneses, siempre que: *i)* estos activos fueran emitidos y retenidos/establecidos en la zona del euro; y *ii)* el emisor estuviera asentado en la zona del euro. Esta decisión se aplicó hasta el 31 de diciembre de 2009.

Con esta experiencia, el Eurosistema trabajó con otros bancos centrales para aceptar garantías no denominadas en euros en situaciones de contingencia, conforme la llamada estructura de garantía extranjera de emergencia. Esto significa que, en ciertas circunstancias, el BCE podría decidir admitir como garantías aceptables algunos instrumentos de deuda emitidos por los gobiernos centrales del G10 que no pertenecieran a la zona del euro en sus monedas nacionales (por ejemplo en dólares estadounidenses, libras esterlinas, coronas suecas, francos suizos, yenes japoneses y dólares canadienses).

Apoyo de liquidez de emergencia

La crisis ha puesto a prueba al funcionamiento de la Provisión Urgente de Liquidez (ELA por sus siglas en inglés) en la zona del euro. El apoyo de préstamos de emergencia tuvo que proporcionarse en distintas ocasiones a los bancos de la zona del euro, incluso en los grupos de bancos localizados en más de un estado miembro y en las sucursales/filiales de los grupos de bancos cuyas oficinas centrales están ubicadas en otros estados miembro de la zona del euro.

La estructura para la ELA dentro del Eurosistema ha resultado ser muy resistente, y no se requirieron cambios importantes para abordar los efectos de la crisis. El único cambio realizado en el acuerdo de la ELA que vale la pena mencionar es la posibilidad de que un banco central nacional de la zona del euro celebre un acuerdo de liquidez con un banco central que no pertenezca al Eurosistema, con el fin de facilitar la provisión de liquidez de emergencia en euros o en moneda extranjera a instituciones financieras que operan dentro de la zona del euro o fuera de ella.

Acciones para incrementar la capacidad de recuperación del sistema financiero

Junto con la adopción de medidas de emergencia, los bancos centrales, a la par de otras autoridades, han estado trabajando conjuntamente para mejorar el buen gobierno mundial y la fortaleza de la economía mundial y del sistema financiero.

En este contexto, el G20 se ha convertido cada vez más en un foro relevante de cooperación económica, y una fuente de dinamismo mundial estratégico.

El Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés) se estableció en 2009, reuniendo a autoridades nacionales, organismos de institucionalización de estándares e instituciones financieras internacionales. El FSB tiene un papel importante en la creación de nuevos estándares para la promoción de sólidas políticas regulatorias y supervisoras y de estabilidad financiera. La creación de los Consejos Consultivos Regionales del FSB ha proporcionado mayor alcance, y sus miembros están comprometidos en la búsqueda de la estabilidad financiera, la apertura y transparencia del sector financiero, la aplicación de estándares financieros en el ámbito internacional y el apoyo a las iniciativas del FSB, incluso los procesos de evaluación relativos a los estándares de cooperación e intercambio de información.

En este momento se están realizando esfuerzos cooperativos entre el FMI y el FSB, que incluyen el ejercicio de advertencias tempranas de identificación de riesgos para la economía mundial.

También, y como parte de un debate más amplio respecto a las mejoras del buen gobierno global y al fortalecimiento de las redes de seguridad, el FMI ha mejorado el análisis de los efectos de diseminación de las políticas nacionales y ha revisado su estructura de préstamos. En este contexto, se han incrementado los recursos del FMI por medio de distintos medios, entre ellos los incrementos de las cuotas, préstamos bilaterales, y los llamados Nuevos Acuerdos para Préstamos y una nueva adjudicación de derechos especiales de giro (DEG).

Dentro de la Unión Europea, la creciente interdependencia de los sistemas financieros requiere de una cooperación y coordinación más cercana aún, no sólo entre los organismos supervisores sino también entre los bancos centrales; en este contexto, la cooperación evoluciona de una base bilateral a una base más multilateral y estructurada.

Las vulnerabilidades reveladas por la crisis financiera internacional –que han ido adoptando distintas formas desde su inicio hace cinco

años– llevaron a importantes reformas en la Unión Europea, las cuales abarcan las estructuras regulatorias e institucionales, con la finalidad entre otras cosas de:

- Fortalecer las medidas de prevención de crisis, con el establecimiento de medidas y acuerdos adecuados para identificar, dar seguimiento y atajar los riesgos macroprudenciales.
- Fortalecer la coordinación entre las autoridades pertinentes con responsabilidades de estabilidad financiera y el alineamiento de los incentivos en este ámbito.
- Establecer una red eficaz de autoridades supervisoras de la Unión Europea.
- Abordar el riesgo de la fragmentación del mercado financiero.
- Fortalecer la credibilidad del modelo europeo para la preservación de la estabilidad financiera.

El establecimiento en 2011 de un nuevo marco institucional de la Unión Europea para la supervisión financiera es una medida importante para mejorar la coordinación y la toma de decisiones sobre temas relevantes para la estabilidad financiera. La Junta Europea de Riesgo Sistémico tiene a su cargo la supervisión macroprudencial, mientras que las tres autoridades supervisoras europeas (para la banca y para los mercados de seguros y de valores) tienen la responsabilidad de la supervisión microprudencial.

La Junta Europea de Riesgo Sistémico –que une a los bancos centrales y a los entes supervisores, con una función líder para los bancos centrales– es responsable del seguimiento del riesgo financiero sistémico en la Unión Europea y del desarrollo de herramientas macroprudenciales, y también tiene un papel clave en el establecimiento de un marco macroprudencial efectivo en todos los estados miembro. Las advertencias y recomendaciones sobre la intensificación del riesgo sistémico y sobre las medidas atenuantes son instrumentos clave de

este nuevo cuerpo, junto con la responsabilidad de dar seguimiento a la aplicación de recomendaciones.

Con respecto a la supervisión microprudencial del sector bancario, la Autoridad Bancaria Europea –cuya Junta de Supervisores está compuesta por los titulares de los organismos supervisores de las bancas nacionales– es responsable del desarrollo de estándares técnicos que se aplican de manera uniforme en todos los estados miembro (esto es, aplicando un *libro de reglas único* para toda la Unión Europea), de la convergencia de las prácticas de supervisión y de la coordinación entre autoridades nacionales, incluso en situaciones de gestión de crisis; este organismo desempeña un papel importante en garantizar la uniformidad en el funcionamiento de los colegios de supervisión establecidos para los grupos bancarios que operan en varios países.

La realización de pruebas de resistencia coordinadas en toda la Unión Europea y el ejercicio de recapitalización del sector de la banca emprendido a fines del año pasado –conforme al cual los principales bancos tienen que cumplir con un índice de capital nivel 1 del 9% al 30 de junio de 2012, más un colchón de capital para pérdidas no realizadas en deuda soberana que reflejan los precios de mercado (al 30 de septiembre de 2011)– como ejemplos de la sólida función de coordinación que está desempeñando la Autoridad Bancaria Europea.

¿Cuáles son las implicaciones de la crisis para el futuro de la cooperación entre bancos centrales?

La cooperación entre bancos centrales está siendo reformulada a partir de la crisis financiera global. También, la crisis ha desvanecido la distinción entre estabilidad monetaria y financiera, y esto ha incrementado la demanda de cooperación entre los bancos centrales y otras autoridades financieras del sector.

La crisis tendrá efectos duraderos tanto en las políticas relacionadas con la liquidez internacional como con la regulación y supervisión financiera.

Los bancos centrales y los organismos supervisores querrán garantizar que haya menos riesgo de liquidez en los sistemas bancarios, y querrán tener más y mejores aseguramientos contra el riesgo de liquidez en divisas. En este contexto, una medida posible sería que las líneas de canje creadas durante la crisis se convirtieran en un aspecto permanente de la cooperación entre bancos centrales.

Sin duda, es más fácil decir esto que hacerlo. Las líneas de canje plantean importantes riesgos para los balances generales de los bancos centrales y generan problemas de riesgo moral. Por lo tanto, en la práctica, podríamos lograr acuerdos estándares de líneas de canje para garantizar que se puedan establecer de manera rápida y segura nuevas líneas de canje, pero podría resultar difícil ir más allá de esto.

Los bancos centrales y los entes reguladores y supervisores financieros también van a incorporar de aquí en adelante el riesgo sistémico dentro de sus análisis y de sus acciones de política.

Si bien, como hemos visto, se han tomado muchas medidas importantes en esta dirección, falta mucho por hacer.

Por ejemplo, en el plano mundial, los aspectos de la prevención de la crisis y la gestión de crisis necesitan mayor atención. En especial, no está claro cómo una empresa financiera grande, compleja y activa en escala mundial podría ser liquidada y al mismo tiempo conservar intactas sus funciones vitales.

Dentro de la zona del euro, es necesario desvincular al sector soberano y al bancario para quebrar la iteración de retroalimentación negativa presente en el centro de la crisis actual. Por este motivo, necesitamos complementar la unión monetaria con una unión bancaria. Desde mi perspectiva, esta unión bancaria comprendería cuatro elementos clave:

- Primero, una estructura de supervisión integrada basada en la toma de decisiones centralizadas y en la aplicación descentralizada (siguiendo la línea que ya tenemos para la política monetaria).
- Segundo, un mecanismo de garantía de depósitos en la zona del euro que cubra a todos los bancos de la zona. Esto es crucial para

garantizar la igualdad de condiciones y así evitar mayores fuentes de inestabilidad dentro de la zona.

- Tercero, un fondo de resolución bancaria de la zona del euro que ampare a las instituciones sujetas a la supervisión centralizada.
- Cuarto, un mecanismo de capitalización o una línea de respaldo.

Palabras finales

Para concluir, sin duda estos son tiempos desafiantes para todos nosotros.

La crisis ha puesto de manifiesto la necesidad de una mejora en la cooperación internacional, de mejor gobernanza, de un fortalecimiento en la supervisión de los mercados y de mayor transparencia. Esto es relevante no sólo para los gobiernos, sino también para los bancos centrales y para los organismos de supervisión.

La cooperación entre los bancos centrales ha resultado valiosa, tanto para emprender medidas de emergencia que eviten una crisis de crédito como para el desarrollo de una estructura más robusta para la operación del sistema financiero mundial.


Si miramos al futuro, la cooperación también será crucial para la elaboración y ejecución de estrategias adecuadas de salida de la actual postura muy laxa de la política monetaria y de los apalancados balances generales de los bancos centrales.

Por lo tanto, creo que es simplemente apropiado para mí terminar estas palabras con una cita del informe de Larosière que nos compete a todos: “Las autoridades monetarias del mundo y sus autoridades financieras de regulación y supervisión pueden y deben hacer mucho más en el futuro para reducir las posibilidades de que se repitan eventos como estos”.

Bibliografía

Allen, William A., y Richhild Moessner (2010), *Central Bank Cooperation and International Liquidity in the Financial Crisis of 2008-09*, BIS Working Papers, núm. 310, mayo de 2010.

Banco de Pagos Internacionales (2006), *Past and Future of Central Bank Cooperation: Policy Panel Discussion*, BIS Papers, núm. 27, febrero de 2006.

Cooper, R. (2006), *Almost a Century of Central Bank Cooperation*, BIS Working Papers, núm. 198, febrero de 2006. 



Manuel Ramos-Francia y Santiago García-Verdú

La cooperación entre bancos centrales durante las crisis: lecciones de la experiencia reciente

Introducción

Sin duda, la cooperación entre los bancos centrales ha adquirido recientemente nueva importancia. Sin embargo, vale la pena recordar que esta ha tenido sus altibajos, desde el *pánico de 1890* hasta el conjunto de mecanismos que estableció un grupo de bancos centrales

Subgobernador, Banco de México <mrfran@banxico.org.mx>; asesor de la Junta de Gobierno, Banco de México <sgarciav@banxico.org.mx>. El presente artículo fue la base para la participación de Manuel Ramos-Francia en el panel “La cooperación entre bancos centrales durante épocas de crisis: lecciones de la experiencia reciente”. El primer autor agradece al CEMLA la invitación para participar en este evento. Las opiniones expresadas en este artículo son propias de los autores y no necesariamente reflejan las opiniones del Banco de México.

durante la reciente crisis financiera.^{1,2} Dicha cooperación presenta importantes obstáculos, en esencia, porque no hay una autoridad supranacional que pueda coordinar y ejecutar una respuesta de política conjunta por parte de los bancos centrales durante una crisis. Ciertamente, no existe un banco central mundial, y tampoco creemos que debería existir.

Con este telón de fondo, el presente artículo tiene una triple finalidad. En primer lugar, ofrecer una descripción de los límites a la cooperación entre los bancos centrales. Esta parte se enfoca en el tipo de entornos en los cuales los bancos centrales interactúan entre sí. Para esto, podemos hacer buen uso de la teoría de juegos repetidos no cooperativos (NCGRT, por sus siglas en inglés) para obtener algunos conocimientos relevantes.³

Segundo, destaca el significado de la cooperación de los bancos centrales en áreas cruciales. En particular, subraya la importancia de la provisión de liquidez en periodos de tensión financiera en los mercados internacionales. Esta ha sido un área donde creemos que hasta el momento se han obtenido los mayores beneficios de la cooperación. Demostramos que lo que se está observando concuerda con la teoría, lo cual es, en cierto sentido, un resultado reconfortante.

Tercero, se destacan dos áreas en las cuales la cooperación ha tenido distintos grados de éxito, a saber, la política macroeconómica y la regulación financiera.

El resto del artículo se divide en cuatro secciones. La primera corresponde a los límites de la cooperación. La segunda explica algunas

¹ El *pánico de 1890* o la *crisis de Baring* fue una de las crisis financieras más famosas del siglo XIX. En esta crisis, el Banco de Francia hizo un préstamo de oro al Banco de Inglaterra, el cual estaba armando un paquete de rescate para ayudar a la Casa Baring. Este banco de inversión estaba en problemas por ser emisor de deuda de Argentina, que estaba en dificultades económicas y financieras. Este evento constituyó un precedente en la cooperación de los bancos centrales.

² Para tener una perspectiva de la cooperación entre los bancos centrales, ver, por ejemplo, Flandreau (1997).

³ Un ejemplo conveniente de un juego repetido no cooperativo es un dilema del prisionero repetido.

áreas en las cuales ha sido más exitosa la cooperación entre los bancos centrales, por ejemplo, en la provisión de liquidez en tiempos de tensión financiera. La tercera sección considera la cooperación en áreas donde el registro ha sido mixto, tales como la política macroeconómica y la regulación financiera. La cuarta sección ofrece algunos comentarios finales.

1. Los límites de la cooperación

Antes de la crisis, la percepción generalizada era que si cada país mantenía un conjunto adecuado y ordenado de políticas económicas, entonces el resto de la economía mundial se ocuparía de sí misma. En especial, se consideraba que si un país cometía un error de política, las consecuencias quedarían esencialmente confinadas dentro del país en cuestión. A lo sumo, era realmente necesario sólo un intercambio de información continua para mantener la estabilidad económica y financiera. A este concepto lo denominó Padoa-Schioppa (2005) como *la doctrina de la casa en orden*.⁴ Indiscutiblemente, la reciente crisis financiera mundial fue un duro recordatorio de que esta idea es muy inadecuada.

Así, la creencia general fue que la cooperación entre bancos centrales no era un tema primordial. En consecuencia, no hubo un esfuerzo conjunto genuino por debatir y concretar acuerdos potenciales para llevar a la cooperación a un nivel superior. Una vez más, la crisis demostró que este concepto era erróneo. Por el contrario, en algunos casos, la cooperación puede ser primordial.

No obstante, es esencial reconocer que la cooperación entre los bancos centrales tiene límites específicos. En especial, no hay una autoridad supranacional para coordinar las políticas monetarias. Más específicamente, no existe un *prestamista mundial de última instancia* o, en términos más generales, no existe un *banco central mundial*, y ni tampoco creemos que debería existir. Sin embargo, a fin de lograr un entendimiento más profundo de los entornos en los cuales se lleva

⁴ Si bien Padoa-Schioppa (2005) documentó este concepto, no defendió esta doctrina.

a cabo la cooperación entre los bancos centrales, hacemos uso de algunos resultados de la NCGRT. Ciertamente, la NCGRT puede decirnos mucho sobre por qué y dónde ha habido cooperación, y dónde podemos esperar que esta se dé en el futuro.

Más específicamente, como es bien sabido, en estos juegos la disposición de los jugadores por cooperar depende en buena medida de tres factores: *i)* sus factores subjetivos de descuento; *ii)* el nivel general de actividad económica; y *iii)* la incertidumbre económica prevaleciente.⁵ Por lo tanto, ciertamente este es un equilibrio frágil y, en varias instancias, los jugadores pueden fácilmente desviarse de la conducta cooperativa y detener dicha cooperación. A continuación, consideramos estos tres factores más detalladamente.

En primer lugar, la voluntad de los jugadores por colaborar depende directamente de sus factores de descuento. En consecuencia, es clave para el equilibrio la distribución temporal de los costos y beneficios para cada jugador. Dicho esto, consideremos que en este contexto los jugadores son, después de todo, formuladores de políticas públicas y, muy posiblemente, tengan incentivos y horizontes de optimización que puedan plantear problemas similares a los que enfrentan los funcionarios electos (aun si trabajan en instituciones que, en muchos casos, han sido creadas precisamente para evitar los incentivos que enfrentan los funcionarios electos). Más específicamente, dada la presión que encaran los banqueros centrales, por ejemplo, en una crisis como la reciente, es razonable suponer que son altos sus factores subjetivos de descuento. En consecuencia, esto tiene mucho peso sobre los beneficios potenciales, *inmediatos*, o *de corto plazo*, de sus decisiones. De más está decir que esto no es un buen augurio para la cooperación, en particular porque muchos de los beneficios de la cooperación sólo se materializan en el futuro lejano.

Segundo, en tiempos económicos desfavorables, son mayores los incentivos para desviarse de la cooperación. Así, dados los niveles

⁵ Ver Friedman (1971), Osborne (1976) y Green y Porter (1984) que estudian un problema análogo bajo el marco de un cartel. Cabe señalar que la falta de una autoridad en su caso se debe al carácter ilegal de sus acciones.

relativamente bajos de actividad económica prevaleciente en el mundo, los jugadores tienen menos incentivos para cooperar. Son abundantes los ejemplos históricos en los que el nivel de cooperación ha disminuido de manera brusca.⁶ En cierto sentido, es bastante irónico que si bien es en tiempo de crisis cuando disminuye la disposición de los jugadores a cooperar, es quizás la época cuando colectivamente es más necesaria.

Tercero, la incertidumbre es un factor clave en la decisión de los jugadores de colaborar. Esto es así porque su recompensa por cooperar depende del tipo de información que individualmente no tienen o que, desde su punto de vista, es aleatoria. En contraste, su recompensa por no cooperar es conocida individualmente o implica por lo general mucha menos incertidumbre.⁷ Considerando la incertidumbre que ha caracterizado al actual entorno y que directamente afecta a cada jugador, no es de sorprender que posiblemente se reduzca el nivel de cooperación.

Así, en estas circunstancias, disminuye la voluntad de cooperar de los jugadores. Para decirlo directamente, en palabras de Anna Schwartz (1915-2012) en el contexto de las intervenciones: “La intervención coordinada es un instrumento de tiempos de bonanza porque los países tienen intereses independientes que no sacrificarán en beneficio de la colectividad” (Schwartz, 2000).

Actualmente, por ejemplo, en el momento de escribir este ensayo, en muchas economías avanzadas estamos siendo testigos de una reducción de los balances generales de particulares, gobiernos y bancos. Esto ha llevado, junto con un alto grado de interconexión de la economía global, entre otros factores, a un nivel actual y esperado relativamente modesto de actividad económica en economías avanzadas y

⁶ Para nombrar unos pocos ejemplos, Europa desde aproximadamente 1870 hasta antes de la Primera Guerra Mundial en comparación con la Primera Guerra Mundial; la primera mitad de decenio de los veinte en comparación con la Gran Depresión; y, más recientemente, los noventa y los primeros años del siglo XXI en comparación con la crisis financiera reciente y sus consecuencias.

⁷ En comparación a la incertidumbre asociada con la decisión de cooperar.

emergentes en los próximos años. Dado este escenario, uno debería esperar en el corto y mediano plazos, en el mejor de los casos, una trayectoria de crecimiento económico mundial relativamente lenta y, por tanto, en general, un nivel relativamente bajo de cooperación.

Otra dimensión de los límites de la cooperación se refiere al hecho de que los bancos centrales tienen un número acotado de instrumentos de política pública, y cada uno de estos instrumentos tiene, a su vez, un límite de lo que efectivamente puede lograr. Aun en presencia de lo que en algunos casos parecen ser balances generales de los bancos centrales siempre crecientes, es importante tener esto en mente, pues, en ocasiones, se espera que los bancos centrales hagan cosas que simplemente van más allá de su alcance. Es esencial destacar el hecho de que estos límites no son una cuestión de falta de voluntad o de capacidad, sino más bien de restricciones inherentes a lo que estas herramientas realmente pueden lograr.⁸

Teniendo en cuenta todo esto, los bancos centrales operan en entornos muy específicos. Así, sus incentivos para cooperar no sólo son imperfectos sino que también cambian a lo largo del tiempo y ante diferentes contingencias. Además, las herramientas al alcance de los bancos centrales tienen límites específicos. Así, al analizar, diseñar y aplicar marcos de cooperación, hay que estar consciente de estos límites y de potencialmente otros para la cooperación entre bancos centrales.

2. La importancia de la cooperación entre bancos centrales

Hay distintas instancias donde la cooperación entre bancos centrales ha sido y seguirá siendo crítica. Nos aventuramos a decir que la más relevante es el aprovisionamiento de liquidez en tiempos de tensión financiera. Hemos visto que en circunstancias extremas en las cuales,

⁸ El-Erian (2012) brinda un análisis sagaz en cuanto a los límites de la política de los bancos centrales.

por ejemplo, aumenta drásticamente el riesgo de contraparte, los mercados se congelan y literalmente dejan de funcionar. En estos casos, la provisión de liquidez ha facilitado el descongelamiento de los mercados, permitiéndoles operar de nuevo. En efecto, en ciertos casos, algunos bancos centrales han tenido incluso el papel de *operador* de última instancia.⁹ Por ejemplo, consideremos el mercado interbancario y el de deuda soberana en Europa. Más allá de cualquier duda, hoy no estarían funcionando adecuadamente sin el apoyo eficaz y oportuno del Banco Central Europeo. En realidad, se podría usar este ejemplo para refutar directamente la *doctrina de la casa en orden*. Otros ejemplos importantes fueron las líneas de canje de dólares que establecieron distintos bancos centrales con el Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos a partir de diciembre de 2007 y, más recientemente, en mayo de 2010.¹⁰

Consideramos que estas acciones han redituado en los mayores beneficios de la intervención y la coordinación entre bancos centrales. En realidad, es muy probable que, sin ellas, los costos relacionados con la crisis hubiesen sido significativamente mayores que lo que fueron en realidad. En este caso, claramente, hay beneficios inmediatos, considerables y ciertos en la cooperación entre bancos centrales. Cabe señalar que esto es coherente con la NCGRT. En efecto, la cooperación en este caso sería bastante probable, como en realidad lo ha sido. Considerando los factores de los cuales depende la cooperación en este contexto, uno podría argumentar que ya que los beneficios son inmediatos y están razonablemente garantizados, se minimiza el papel del factor subjetivo de descuento y se reduce la incertidumbre a

⁹ Esto es análogo a lo que sucedió en muchas instancias en el ámbito nacional, en el cual los bancos centrales han respondido rápidamente proporcionando liquidez para los mercados financieros locales necesitados.

¹⁰ El Banco de la Reserva Federal cerró acuerdos de canje de dólar con 14 bancos centrales entre diciembre de 2007 y octubre de 2008, los cuales vencieron en febrero de 2010. En mayo de 2010, el Banco de la Reserva Federal restableció las líneas de canje de dólares con una serie de bancos centrales. A partir de mayo de 2010, se ha extendido en varias oportunidades la autorización para estas líneas.

niveles insignificantes.¹¹ De esta manera, como es de esperarse, los jugadores eligen cooperar colectivamente.

3. Cooperación adicional entre bancos centrales

Antes de llevar el debate a aquellos rumbos donde los resultados de la cooperación han sido mixtos, tenemos que exponer algunos resultados preliminares. Antes de la crisis, en la economía mundial habían aparecido dificultades económicas significativas. En buena medida, estas dificultades están estrechamente vinculadas con las tensiones que surgieron en la interacción de la oferta y la demanda de la divisa de reserva más importante del mundo, a saber, el dólar estadounidense. En realidad, muchos creen que estas dificultades contribuyeron a la crisis misma. Las revisaremos en orden.

Por una parte, dada las diferentes necesidades de los países para el desarrollo de políticas de autoaseguramiento, sus estrategias de crecimiento lideradas por las exportaciones, y otras políticas relacionadas, la demanda de la divisa de reserva mundial ha sido definitivamente un factor que ha contribuido al conocido problema de los desequilibrios globales. A pesar del debate sobre las causas, consecuencias y perspectivas de los desequilibrios globales, creemos que la dinámica de la demanda por la divisa de reserva mundial ha sido una de los responsables de la crisis.¹²

Al respecto, la gráfica 1 presenta las cuentas corrientes de las principales regiones o países. Son patentes al menos cuatro factores conocidos. Primero, las cuentas corrientes de un pequeño conjunto de países aportan la mayor parte. Segundo, el patrón de superávits/déficits es muy persistente. Tercero, Estados Unidos ha emprendido uno de los ajustes más grandes. Y cuarto, ciertos mercados emergentes (por ejemplo, Brasil, Chile, India, Perú, Ucrania, etc.) han tenido que

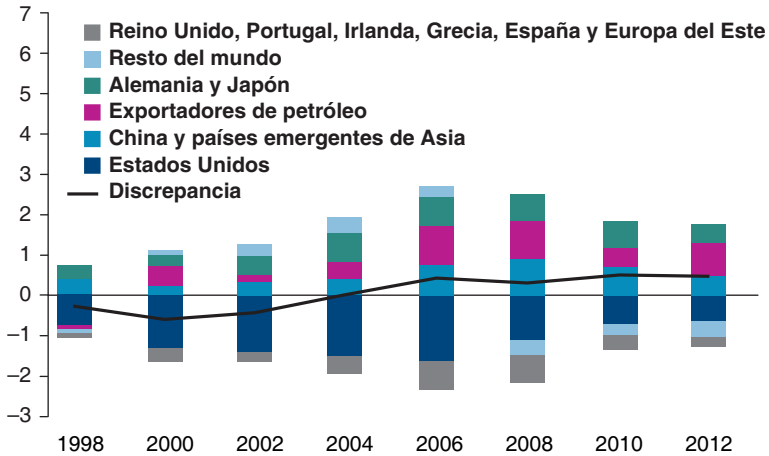
¹¹ Esta incertidumbre se refiere a los beneficios de cooperar más que a la incertidumbre general.

¹² Para un debate de interés sobre los desequilibrios globales, ver, por ejemplo, Banco de Francia (2011).

Gráfica 1

CUENTA CORRIENTE DE PAÍSES SELECCIONADOS

(porcentaje del PIB mundial)



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

Notas: Europa del Este se refiere a: Bulgaria, Croacia, República Checa, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, Rumania, República Eslovaca, Eslovenia y Turquía. Resto del mundo se refiere a todos los países que informan su cuenta corriente al FMI y que no se incluyen en otro rubro. Países emergentes de Asia comprende: Hong Kong SAR, Indonesia, Corea, Malasia, las Filipinas, Singapur, Taiwán y Tailandia.

enfrentar una parte desproporcionada de la carga para recuperar el equilibrio.

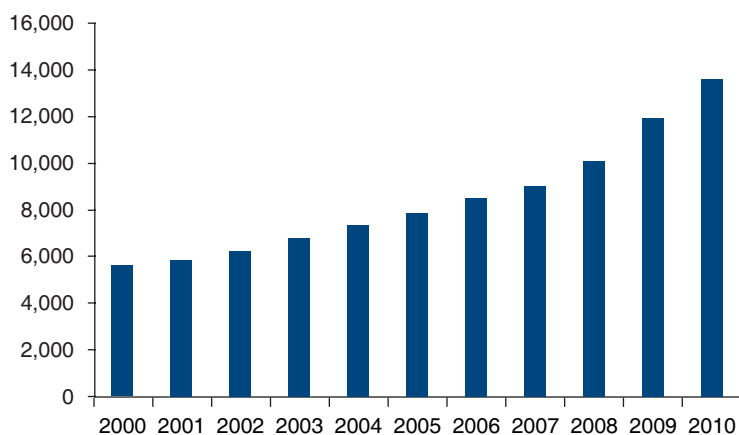
Con respecto a la oferta de dólares estadounidenses, su acuñador se enfrenta, en el corto y mediano plazo, a un dilema *similar* al de Triffin. Hacia adelante, el tema relevante en este aspecto es si Estados Unidos tendrá la capacidad de satisfacer la demanda del resto del mundo por activos denominados en la divisa de reserva, especialmente a la luz de los actuales ajustes fiscales y, en términos más generales, a la luz del debate político que los rodea. La demanda por la divisa

de reserva parece estarse incrementando, y más que se duplicó de 2000 a 2010 (gráfica 2).

Gráfica 2

ESTADOS UNIDOS: DEUDA PENDIENTE

(miles de millones de dólares)



Fuente: www.treasurydirect.gov.

Notas: Los datos se refieren al saldo de deuda pendiente al final de septiembre de cada año.

También, en este sentido, la gráfica 3 muestra las reservas internacionales agregadas para todos los países que proporcionan esta información al FMI y para China.¹³ Se destacan dos tendencias conocidas en la gráfica referida. Primera, el vertiginoso ritmo de crecimiento de las reservas internacionales agregadas durante los últimos años. Segundo, la magnitud de las reservas internacionales de China. Para entender la proporción de su escala, consideremos que en 2011 el PIB de China representó aproximadamente un 10% del PIB mundial. Sin

¹³ China informa de sus reservas internacionales a través de su Administración Estatal del Tipo de Cambio (SAFE por sus siglas en inglés).

Gráfica 3

RESERVAS INTERNACIONALES AGREGADAS

(miles de millones de dólares)



Fuentes: Fondo Monetario Internacional para el resto del mundo, y la State Administration of Foreign Exchange (SAFE), de China, así como Bloomberg, para China.

Notas: Los datos se refieren a diciembre de cada año. El componente del resto del mundo incluye a todos los países que informan sus reservas al Fondo Monetario Internacional.

embargo, sus reservas internacionales con respecto al total mundial están considerablemente por encima de esta proporción, con casi un tercio del total.

En resumen, es razonable decir que la dinámica de la economía global, la cual ha llevado a la acumulación de los llamados desequilibrios globales sugiere, entre otras cosas, una falta de cooperación entre los bancos centrales y las economías en general.

Ahora volvamos a los temas de cooperación. Desde el comienzo de la crisis, se ha intentado cierta coordinación entre algunos bancos centrales (para otros propósitos además de la estabilización de mercados financieros globales) en un esfuerzo por respaldar el crecimiento

económico mundial. Sin embargo, la coordinación de una política monetaria común es bastante problemática, por una plétora de razones.

La primera razón, y también la más obvia, es que la política monetaria responde principalmente a los ciclos económicos locales, entre otras condiciones macroeconómicas nacionales. Así, la coordinación de una respuesta común sería anacrónica para muchas economías. Vale la pena mencionar que estos mismos fundamentos se aplican al tema de la coordinación de política fiscal.

Segundo, es evidente que aun si la política monetaria de un país grande lleva a externalidades en otros países, generando así claras condiciones para la cooperación, el mandato del banco central del país grande probablemente no incluirá el bienestar de las (otras) economías afectadas. En especial, hay que recordar que el marco tradicional de la política monetaria implica que los efectos de la misma más allá de las fronteras del país en cuestión son esencialmente intrascendentes. Sin embargo, hoy en día se reconoce que puede tener efectos externos significativos en el exterior y generar consecuencias considerables, derivadas de los cambios en la política del país grande.¹⁴

Tercero, y quizás lo más significativo, es que algunos de los choques durante la crisis reciente han sido reales. En especial, estos choques han afectado a muchas economías avanzadas. Así, si bien la política monetaria ha sido, como hemos mencionado, usada para facilitar el funcionamiento de los mercados y también para eludir equilibrios de malas expectativas, es dudoso que pueda usarse con eficacia como respuesta a los choques reales. En particular, las distorsiones relativas de precios, tales como desajustes en el tipo de cambio real, rara vez pueden ser corregidas de manera permanente mediante la política monetaria. En este caso, la política monetaria tendría, en el mejor de los casos, consecuencias transitorias y limitadas. En efecto, en áreas tales como la competitividad de una economía, no puede encontrarse una solución duradera en una modificación de la política monetaria.

¹⁴ Por ejemplo, ver Eichengreen *et al.* (2011).

Como todos sabemos muy bien, por decirlo suavemente, el uso de la política monetaria para responder a este tipo de contingencias puede tener desventajas significativas, sin olvidar entre estas las externalidades adversas en otras economías. Desgraciadamente, muchos bancos centrales han recurrido a este tipo de políticas en los últimos tiempos. De este modo, el uso de la política monetaria para tratar de hacer que la economía sea más competitiva, posiblemente no sólo tenga efectos adversos sobre otras economías, sino que también podría traer aparejados incentivos muy adversos para otras economías que los tomen como ejemplo y, así, llevar a políticas de *perjudicar al vecino* o a una *guerra de divisas*.

En los ámbitos de la regulación y de la supervisión financiera, hay distintos puntos que vale la pena considerar. Destacaremos aquellos que creemos que son los más relevantes. En primer lugar, dada la cantidad significativa de instituciones financieras que operan a través de las fronteras, las autoridades en los países respectivos tienen que coordinar la regulación financiera para evitar el llamado arbitraje regulatorio. Por ejemplo, es esencial tener mecanismos de resolución para las instituciones financieras que consideren que en muchos casos estas instituciones operan y están incorporadas en países con muy distintos regímenes legales.

Además, el nivel de interconectividad de economías en el mundo actual tiene que tomarse en cuenta. Más allá de la naturaleza global de muchas empresas, la interconectividad de las economías ha cambiado notoriamente en muchas dimensiones en los últimos años.¹⁵ Del mismo modo, esto ha incrementado potencialmente los efectos de retroalimentación en distintas economías ante un choque macroeconómico. En resumen, estos mecanismos tienen que ser diseñados reconociendo que su evaluación, supervisión y ejecución deben efectuarse en diferentes países. Esto ineludiblemente requiere de la cooperación en muchos aspectos.

¹⁵ Para una dimensión de esta interconectividad, ver por ejemplo a Grossman y Rossi-Hansberg (2007).

Segundo, las grandes economías necesitan tener en cuenta las consecuencias que podrían tener sus políticas más allá de sus fronteras, específicamente en economías pequeñas y abiertas. En este contexto, es conveniente recordar, a modo de ejemplo, la ley Dodd-Frank y, en particular, la regla de Volcker.^{16,17} Al respecto, podríamos suponer que la aplicación de ciertas políticas es adecuada para los mercados para los cuales fueron formuladas. Sin embargo, podrían tener consecuencias imprevistas en otras economías, especialmente en las de mercados emergentes y en desarrollo (EMDE).

Más concretamente, por ejemplo, la regla de Volcker podría afectar a los mercados financieros dentro de las economías referidas en, al menos, dos formas, que se detallan a continuación. Primero, si las instituciones financieras en las economías emergentes están afiliadas a bancos en Estados Unidos, y están también sujetas a las restricciones requeridas por dicha regla, su demanda por activos gubernamentales locales podría verse gravemente afectada. En consecuencia, también podría verse afectada la capacidad financiera del gobierno local.

Segundo, más directamente, los efectos transfronterizos podrían deberse a efectos colaterales por las actividades internacionales de las empresas financieras externas. Así, estas regulaciones deberían estar pensadas considerando las posibles consecuencias no intencionales, específicamente aquellas que tengan implicaciones significativas en países más allá del país para el cual se elaboraron tales regulaciones.

En contraste, creemos que se ha logrado progreso en la ejecución de un nuevo marco regulatorio internacional y, para esto, la cooperación entre los bancos centrales ha sido ciertamente fundamental. Más concretamente, el trabajo realizado por el Comité de Basilea sobre Supervisión Financiera y por el Consejo de Estabilidad Financiera

¹⁶ La ley Dodd-Frank (oficialmente conocida como la Ley Dodd-Frank de Reforma de Wall Street y Protección al Consumidor) fue sancionada por el presidente Obama el 21 de julio de 2010.

¹⁷ En términos generales, la regla de Volcker prohíbe a una institución con depósitos asegurados por el gobierno federal que se involucre en operaciones bursátiles por cuenta propia. La finalidad de la misma es la reducción del riesgo sistémico.

(FSB por sus siglas en inglés), en temas tales como los requisitos de capital y liquidez, han sido decisivos para el avance de la agenda de cooperación de los bancos centrales. Si bien los beneficios podrían acumularse a largo plazo, estos son en realidad muy grandes y no hay demasiada incertidumbre en torno a ellos.

Considerando el mismo punto desde otra perspectiva, hemos visto a lo que puede llevar un sistema financiero regulado de manera ineficaz, con supervisión inadecuada, en continuo cambio y altamente interconectado. Así, existe clara evidencia de que es necesario avanzar hacia una agenda de cooperación en términos de regulación financiera internacional coordinada.

4. Comentarios finales

La reciente crisis financiera ha sido un punto de inflexión en muchos aspectos, y la cooperación entre los bancos centrales no es una excepción. En este contexto, en muchas ocasiones se ha dicho que el mayor costo de una crisis es no aprender de ella. Rechacemos pues este costo. En especial, la formulación de un marco de cooperación tiene que fomentarse durante tiempos económicos favorables en los cuales es más probable que los participantes estén dispuestos a participar.

Teniendo en cuenta todo esto, y con el beneficio que da la perspectiva del tiempo transcurrido, nos gustaría resaltar los siguientes puntos. En primer lugar, si bien es deseable la cooperación del banco central, es relevante recordar que hay límites a lo que los bancos centrales, dentro de los juegos repetidos no cooperativos, pueden lograr, y lo que pueden hacer en general las herramientas de los bancos centrales.

Segundo, la cooperación entre los bancos centrales debería ser un esfuerzo permanente más que uno intermitente. Esto deriva del hecho de que los incentivos de los bancos y su disposición a cooperar cambian con el tiempo y las contingencias. De esta manera, si la planificación y la negociación de los modelos de cooperación se realizan también en mejores tiempos económicos, habrá la posibilidad de que resistan los tiempos desfavorables.

Tercero, hay áreas específicas en las cuales puede haber un mayor grado de cooperación entre los bancos centrales, tales como la coordinación y aplicación de la regulación financiera. Además, es deseable tomar en cuenta las consecuencias no intencionales de las políticas en un país, en especial más allá de sus fronteras. En otras áreas, tales como la de política macroeconómica, la cooperación parece mucho más difícil. A modo de ejemplo, el tipo de incentivos que han ofrecido las economías y que están presionando para realizar devaluaciones competitivas de sus divisas no son buenos augurios para el equilibrio del crecimiento global.

Sin embargo, los esfuerzos realizados en foros tales como el G20 son el camino correcto, y con suerte mejorarán las probabilidades de que los bancos centrales estén dispuestos a llevar la cooperación a un nivel más alto. De este modo, estaremos entonces en una mejor posición para cosechar mayores frutos y para enfrentar los retos, en lo referente a la cooperación entre bancos centrales, que nos esperan en el futuro.

Bibliografía

- Banco de Francia (2011), *Global Imbalances and Financial Stability*, Eurosysteme, febrero.
- Bernanke, B. S. (2005), "The Global Saving Glut and the US Current Account Deficit", comentarios de Ben S. Bernanke en la Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, Virginia.
- Consejo de Estabilidad Financiera, Fondo Monetario Internacional y Banco Mundial (2012), "Identifying the Effects of Regulatory Reforms on Emerging Market and Developing Economies: A Review of Potential Unintended Consequences Report", 19 de junio.
- Eichengreen, B., M. El-Erian, A. Fraga, T. Ito, J. Pisani-Ferry, E. Prasad, R. Rajan, M. Ramos, C. Reinhart, H. Rey, D. Rodrik, K. Rogoff, H. Song Shin, A. Velasco, B. Weder di Mauro, y Y. Yu (2011), "Rethinking Central Banking", Committee on International Economic Policy and Reform.

- El-Erian, M. (2012), "Evolution, Impact and Limitations of Unusual Central Bank Policy Activism", Homer Jones Memorial Lecture, Federal Reserve Bank of Saint Louis.
- Fondo Monetario Internacional (2005), "The IMF's Multilateral Surveillance Issues", documento para evaluación de la Independent Evaluation Office (IEO), 23 de septiembre.
- Fondo Monetario Internacional (2011), *Consolidated Multilateral Surveillance Report*, World Economic and Financial Surveys, septiembre.
- Flandreau, M. (1997), "Central Bank Cooperation in Historical Perspective: A Sceptical View", *The Economic History Review New Series*, vol. 50, núm. 4, noviembre, pp. 735-763.
- Friedman, J. W. (1971), "A Non-cooperative Equilibrium for Super-games", *Review of Economic Studies*, vol. 28, pp. 1-12.
- Friedman, M. (1968), "The Role of Monetary Policy", *The American Economic Review*, vol. 58, núm. 1, marzo, pp. 1-17.
- Grossman, G.M. y E. Rossi-Hansberg (2007), "The Rise of Offshoring: It's Not Wine for Cloth Anymore", en *The New Economic Geography: Effects and Policy Implications*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole Symposium.
- Green, E. J., y Porter, R. H. (1984), "Non-cooperative Collusion under Imperfect Price Information", *Econometrica*, vol. 52, núm. 1, enero, pp. 87-100.
- Osborne, D. K. (1976), "Cartel Problems", *American Economic Review*, vol. 66, núm. 5, diciembre, pp. 835-844.
- Padoa-Schioppa, T. (2005), "Interdependence and Cooperation: An Endangered Pair?", at Past and Future of Central Bank Cooperation: Policy Panel Discussion, febrero.
- Schwartz, A. J. (2000), *The Rise and Fall of Foreign Exchange Market Intervention*, NBER Working Paper, núm. 7751.
- Sidaoui, J. J., M. Ramos-Francia y G. Cuadra (2011), "The Global Financial Crisis and Policy Response in Mexico", en Banco de Pagos Internacionales (eds.), *The Global Crisis and Financial Intermediation in Emerging Market Economies*, BIS Papers, núm. 54, pp. 279-298. 



Conferencia magistral



Jaime Caruana

Cooperación entre bancos centrales: reflexiones sobre la experiencia de las últimas ocho décadas

Es para mí un honor y un placer participar en esta conferencia que conmemora el 60° aniversario de CEMLA. Desde su creación en 1952, el CEMLA ha promovido los estudios monetarios y la cooperación técnica entre bancos centrales y ha contribuido a la formación profesional en los bancos centrales, demostrando que dicha cooperación no sólo es muy deseable, sino también que es factible. Sin duda, los bancos centrales tienen cierta tendencia a mirar más allá de sus fronteras. Después de todo, cada banco central es una institución única en su país con su propio mandato nacional. Por ello, cuando los banqueros centrales quieren compartir sus experiencias y preocupaciones con profesionales similares, recurren a otros bancos centrales. Además y más importante, la globalización, los riesgos comunes y la interdependencia transfronteriza han hecho de la cooperación internacional una necesidad para los responsables de los bancos centrales,

Director General, Banco de Pagos Internacionales.

particularmente en estos momentos en los que hay tendencias a la fragmentación y renacionalización de los mercados financieros, que son motivos de preocupación.

El Banco de Pagos Internacionales (BPI) fue fundado en 1930 por una generación de banqueros centrales con miras de futuro. Ellos se aseguraron de que “la promoción de la cooperación entre bancos centrales” estuviera entre los principales objetivos de los estatutos del BPI. Durante más de 80 años, el BPI ha desempeñado un papel activo en dicha cooperación. Esta es la perspectiva desde la que me gustaría compartir con todos ustedes algunas reflexiones sobre el pasado y el futuro de la cooperación entre bancos centrales.

En este mundo tan complejo e interdependiente en el que vivimos, existe y seguirá existiendo la necesidad de una cooperación institucional estructurada entre bancos centrales, y para que dicha cooperación sea eficaz y legítima, es necesario que evolucione continuamente y se adapte al cambiante entorno monetario y financiero internacional, con crisis financieras y económicas que han servido como catalizador del cambio. En otras palabras, la evolución de la cooperación entre bancos centrales está íntimamente ligada a los retos que plantea la evolución del entorno monetario y financiero internacional, a los cambios en los marcos institucionales y a los avances en el pensamiento económico.

Para avalar dicha conclusión, analizaré primero la experiencia histórica de la cooperación entre bancos centrales desde el periodo de entreguerras, y después enumeraré algunos de los retos y las perspectivas de cara al futuro.

Cooperación entre bancos centrales: evolución y experiencias

En líneas generales, hasta los años setenta la cooperación entre bancos centrales se basaba en la creencia de que un sistema de tipo de cambio fijo era un objetivo deseable para alcanzar la estabilidad de precios interna. Sin embargo, dentro de este marco conceptual general,

el régimen monetario y financiero imperante sufrió cambios notables y estos cambios crearon importantes diferencias en los objetivos y herramientas utilizados para la cooperación.

En los albores de la banca central moderna, bajo el imperio del patrón oro, el ámbito de cooperación entre bancos centrales era más bien reducido. La convertibilidad del oro, que provocaba el ajuste *automático* de los desequilibrios, actuaba como anclaje en última instancia. La cooperación por aquel entonces era más bien bilateral y esporádica, principalmente cuando se producía una crisis bancaria, como en 1890 para limitar la propagación de la crisis del banco Baring o durante la crisis financiera de 1907. En ambos casos, las inyecciones de liquidez de emergencia ayudaron a mantener la convertibilidad del oro.

El colapso del patrón oro y los esfuerzos internacionales posteriores para reintroducirlo en el periodo de entreguerras ampliaron el ámbito de la cooperación entre bancos centrales, debido principalmente a la complejidad técnica de dichos esfuerzos, que llevaron a los principales bancos centrales en el núcleo del sistema a actuar como asesores de otros bancos centrales. También se debió a las intrincadas limitaciones económico-políticas que rodearon este esfuerzo de reintroducción (en concreto las reparaciones y deudas de guerra), que plantearon serios problemas de coordinación internacional. La creación del BPI en 1930 respondió a estos retos. Esta institución encarnó por primera vez en la historia la cooperación multilateral entre bancos centrales. Sin embargo, más adelante, tras las alteraciones económico-políticas que siguieron a la Gran Depresión, la mayoría de los bancos centrales, que anteriormente habían gozado de independencia, quedaron bajo el control de las autoridades fiscales, y la cooperación entre bancos centrales perdió terreno. La falta de cooperación en este ámbito no hizo más que reflejar el repliegue político y económico que caracterizó a los años treinta.

Después de 1945, con el régimen de tipo de cambio fijo que introdujeron los acuerdos de Bretton Woods, la gestión de los tipos de cambio recayó en el recién creado Fondo Monetario Internacional (FMI), organismo intergubernamental. El oro actuó como limitación suave sobre

el sistema, al tiempo que la represión financiera mantuvo a raya la inestabilidad financiera. En este entorno relativamente estable y seguro (incluso tal vez aburrido), se decía que los bancos centrales “no tenían mucho que hacer y lo hacían muy bien”, pero esto era en teoría. En la práctica, los bancos centrales estaban muy ocupados cooperando cada vez más para defender el sistema de Bretton Woods ante la creciente movilidad del capital y las divergencias entre políticas monetarias. Aunque en última instancia estos esfuerzos no tuvieron éxito, sí establecieron un marco duradero de cooperación institucional entre bancos centrales. Gran parte de esta labor se llevó a cabo en el BPI, mejorando su función como foro de cooperación entre bancos centrales. La creación de importantes foros para desarrollar dicha cooperación, y en particular el CEMLA en 1952, tuvo lugar durante la era Bretton Woods.

Tras el colapso de dicho sistema a comienzos de los años setenta, se redujo el ámbito de cooperación entre bancos centrales en torno a la política monetaria, cuando los principales bloques de monedas aplicaron políticas de forma independiente con tipos de cambio variables. No obstante, la Gran Inflación del decenio de los setenta llevó a la adopción de marcos modernos de política monetaria, caracterizados por la búsqueda de la estabilidad de precios y la independencia de los bancos centrales. Este nuevo consenso se alcanzó en un contexto de cooperación *ligera* entre bancos centrales en forma de debates periódicos y francos en el seno del BPI y en otros foros. Esto no significa, sin embargo, que hubiera desaparecido el deseo de cooperar de forma más intensa. Por ejemplo en el decenio de los setenta, los países europeos, utilizando el BPI como plataforma de coordinación, comenzaron a planear la unificación monetaria regional mediante la llamada *serpiente de monedas* y el Sistema Monetario Europeo. Sin embargo, esto fue más bien la excepción, y la tendencia general iba más en la dirección de una cooperación ligera en el terreno monetario.

En cambio, se reforzó mucho la cooperación en el ámbito de la estabilidad financiera. A medida que la represión financiera dio paso a la liberación financiera, la banca internacional y la movilidad internacional

de capitales entraron en rápida expansión gracias a la abundante liquidez de financiamiento, incluidos los petrodólares. Aunque esto fue sin duda beneficioso para el desarrollo de la economía mundial, la otra cara de la moneda fue el regreso de las crisis bancarias con repercusiones potencialmente sistémicas, que no habían ocurrido desde la segunda guerra mundial. Para dar respuesta a esta situación, desde los años setenta los bancos centrales han cooperado en pos de la estabilidad financiera. El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea se creó a finales de 1974 como respuesta directa a la crisis bancaria acontecida un año antes, con la estrepitosa quiebra de Bankhaus Herstatt en Alemania y Franklin National Bank en Estados Unidos. El BPI y los nuevos comités con sede en él, como el Comité de Basilea y el Comité sobre el Sistema Financiero Global, fueron clave para la elaboración de orientaciones destinadas a formular y aplicar normas y políticas comunes (los marcos de suficiencia del capital de Basilea I, II y III) y para la compilación de datos sobre nuevos mercados e instrumentos. Este *Proceso de Basilea*, consistente en la cooperación entre los comités y organismos internacionales de normalización con sede en el BPI, se ha convertido en un foro esencial para promover la cooperación financiera y monetaria en escala internacional. En este marco, ya a finales de los años setenta, los bancos centrales intentaron adoptar un enfoque *macroprudencial* para la estabilidad financiera. Este concepto no se retomó hasta el decenio de los dos mil, sobre todo tras la actual crisis financiera, cuando se introdujo en las diferentes políticas destinadas a contener de manera más amplia el riesgo sistémico.

La crisis financiera mundial ha dado un nuevo impulso a la cooperación internacional entre bancos centrales, que han adoptado acciones concertadas, por ejemplo proporcionando amplia liquidez tras la quiebra de Lehman en 2008 y estableciendo líneas de canje de divisas. La creación de estos canjes en cantidades sin precedente ha dado un giro fundamental a la cooperación entre bancos centrales que los fundadores del BPI nunca hubieran imaginado. Asimismo, la expansión geográfica de esta cooperación se ha reforzado, como refleja la ampliación de miembros y el renovado papel que desempeñan

el G20, el FSB y la Global Economy Meeting del BPI, lo que no es sino el reconocimiento del importante papel que los países emergentes tienen hoy en la economía mundial. En la actualidad, la cooperación internacional y el intercambio informal de experiencias como se producen en Basilea se han convertido en un complemento clave de la vigilancia multilateral.

Este breve repaso a la evolución de la cooperación entre bancos centrales en los últimos 80 años muestra que los objetivos y la intensidad de dicha cooperación se han visto muy afectados por el entorno financiero y monetario mundial, y que las crisis han sido el catalizador de dicho cambio. Ahora bien, cabe preguntarse qué repercusiones tiene todo ello en la cooperación futura entre bancos centrales.

Perspectivas y retos

La crisis financiera mundial ha impulsado, en primer lugar, la cooperación entre bancos centrales en materia de estabilidad financiera, y estos seguirán colaborando estrechamente en vista de los esfuerzos actuales por fortalecer la regulación y supervisión financieras en escala mundial. Esta cooperación supone aplicar estándares nuevos, dar respuesta a las cuestiones pendientes de la reforma reguladora –concretamente los regímenes de resolución bancaria, la infraestructura del mercado de derivados y el sistema bancario paralelo–, así como reforzar los modelos de vigilancia financiera, en particular por medio de marcos macroprudenciales que otorguen un papel importante a los bancos centrales.¹

Al mismo tiempo, los bancos centrales han intensificado y deberán intensificar su cooperación en temas de política monetaria para poder hacer frente a los arduos desafíos económicos, intelectuales e institucionales. El contexto económico en que operan los bancos centrales se ha tornado muy difícil, con un crecimiento decepcionante y de

¹ Véase J. Caruana, “Progress and Challenges in Financial Reform”, discurso pronunciado en el XXI International Banking Congress, San Petersburgo, 6 de junio de 2012.

elevada deuda pública y privada. En muchas economías avanzadas, los bancos centrales se ven obligados a ejercer de autoridades económicas de última instancia mientras no se subsanen de raíz las fragilidades económicas y financieras persistentes. Los bancos centrales están proporcionando estímulo monetario en gran escala, aportando liquidez a los bancos y aliviando la carga financiera de los gobiernos. Los bancos centrales de las economías emergentes se enfrentan a sus propios retos y a los efectos de contagio de estas políticas, que se materializan en forma de una volatilidad indeseable de los flujos de capitales y de los tipos de cambio. Además de estos desafíos económicos, los bancos centrales encaran considerables retos intelectuales, ya que la crisis puso de manifiesto las limitaciones del consenso en política económica antes de la misma y de los modelos macroeconómicos subyacentes. Por su parte, la insostenibilidad de las posiciones fiscales en muchos países y las nuevas funciones de los bancos centrales en materia de estabilidad financiera plantean desafíos de carácter institucional, pues los bancos centrales necesitan preservar su independencia operativa y su credibilidad.

La cooperación entre bancos centrales será fundamental para que se logre un entendimiento común de la naturaleza de estos desafíos y forjar un nuevo consenso para resolverlos. Desde la perspectiva del BPI, el nuevo consenso debería incluir tres elementos clave.

En primer lugar, es necesario restablecer la simetría en la articulación de la política monetaria a lo largo del ciclo financiero. En los últimos 10 a 15 años, los bancos centrales han tendido a relajar la política monetaria de forma enérgica durante las crisis, y a endurecerla con prudencia en las fases de recuperación y previas a la crisis. A raíz de ello, las tasas de interés en muchas economías se han reducido de manera gradual –hasta llegar prácticamente a su límite inferior en las principales economías avanzadas–, estrechando con ello el margen de maniobra para las autoridades monetarias. Es necesario un enfoque más simétrico durante el ciclo financiero, con una relajación monetaria menos persistente durante la fase bajista y un endurecimiento más intenso durante la alcista.

Es necesario adaptar los marcos de política para que los bancos centrales puedan contribuir con mayor eficacia a contener la acumulación de desequilibrios financieros y aumentar la solidez y capacidad de recuperación del sistema financiero. Para ello, los bancos centrales necesitarán horizontes de política superiores a los dos años que suelen aplicarse en los mecanismos de objetivos de inflación. De esta forma podrían detectarse los riesgos de estabilidad financiera derivados de los desequilibrios financieros y se daría a los bancos centrales más margen para corregir los auges financieros incluso cuando la inflación a corto plazo se encuentre dentro del rango objetivo. Esto significa que los marcos orientados a la estabilidad de precios, como los mecanismos de metas de inflación, deben ser flexibles, y que sus riesgos deben evaluarse de forma sistemática en el futuro, en especial los planteados por la evolución financiera. En este contexto, los bancos centrales deberán resolver las debilidades conceptuales de los modelos analíticos utilizados antes de la crisis y seguir desarrollándolos para que recojan mejor la interacción de los factores financieros y la economía real.

Restablecer la simetría también implica reconsiderar las respuestas de política monetaria ante las desaceleraciones financieras que se producen tras los auges del crédito. La opinión imperante de relajar la política monetaria de forma contundente y prolongada podría estar subestimando sus daños colaterales. Cuando estalla una crisis, los bancos centrales deben hacer sin duda todo lo posible para impedir el colapso del sistema. Pero una vez que finalice la fase de gestión de los episodios más agudos de la crisis, el foco de su política debe orientarse a promover los ajustes necesarios en cuanto a los balances y en el conjunto de la economía. Una prolongada relajación monetaria permite ganar tiempo para realizar estos ajustes necesarios, pero también genera incentivos que hacen más probable que no se use el tiempo adecuadamente, se retrase con ello el restablecimiento de una recuperación autosostenida y se creen distorsiones en la economía real. Además, sus efectos de contagio pueden generar perturbaciones adicionales en los mercados financieros y en la economía

real, así como riesgos de estabilidad financiera y de precios en escala mundial.

Esto me lleva al segundo elemento clave, la necesidad de internalizar mejor las externalidades generadas por los efectos de las políticas monetarias entre distintas zonas monetarias. La elevada integración de los mercados de factores de producción e instrumentos financieros en todo el mundo supone que las condiciones económicas y financieras se ven cada vez más influidas por la coyuntura mundial. La persistencia de tasas de interés bajas en las principales economías avanzadas se traduce en la persistencia de elevados diferenciales de tasas de interés que alientan flujos de capitales y de crédito hacia las economías emergentes de rápido crecimiento y ejercen presiones alcistas sobre sus tipos de cambio. Es cierto que estos flujos se ven también propiciados por los mejores fundamentos económicos en los países emergentes, especialmente sus favorables perspectivas de crecimiento a largo plazo, la aplicación con éxito de reformas estructurales y su mayor participación en la economía mundial. No obstante, esto hace que los bancos centrales de las economías emergentes se muestren reacios a elevar sus tasas de interés en respuesta a condiciones macroeconómicas locales y financieras expansivas, a fin de evitar mayores diferenciales entre tasas y mayores entradas de capital. Por tanto, puede que la política monetaria global haya tendido a ser excesivamente laxa de forma sistemática a lo largo de los últimos años.

Las condiciones monetarias laxas reinantes en todo el mundo han propiciado auges del crédito y del precio de los activos en algunas economías de mercado emergentes, con el consiguiente riesgo de que se acentúen los desequilibrios financieros como sucedió en las economías avanzadas durante los años inmediatamente anteriores a la crisis. Es probable que estas condiciones laxas también hayan elevado la volatilidad de los precios de las materias primas en los últimos años. Los precios de las materias primas se fijan en los mercados de subasta mundiales y son muy sensibles a las condiciones de demanda mundial, que a su vez se ven influidas por las condiciones monetarias globales. Esta sensibilidad puede haberse agravado con

la mayor importancia que han adquirido los inversionistas financieros en los mercados de materias primas. Las repercusiones de una mayor volatilidad de los precios de las materias primas afectaron sobre todo a las economías de mercado emergentes, donde dos episodios de creciente inflación desde 2006 se asocian con el aumento de los precios de las materias primas.

La creciente relevancia de los efectos de propagación de la política monetaria sugiere la necesidad de que los bancos centrales ponderen más las implicaciones en escala mundial de sus medidas. En un mundo tan globalizado, la política monetaria debe adoptar una perspectiva más global para garantizar una estabilidad de precios y financiera duradera. Dicho de otro modo, los bancos centrales han de ir más allá de la doctrina de *poner su casa en orden*. Esto no tiene necesariamente que requerir una coordinación en escala mundial de las políticas monetarias, pero sí que los bancos centrales evalúen e internalicen mejor sus efectos secundarios e interacciones. El primer paso en esta dirección es reconocer dichos efectos. Esto exigirá adoptar un enfoque analítico más global que considere las interacciones y los efectos de retroalimentación.

Por ello, comparto la opinión del reciente llamamiento de reconocidos académicos y profesionales² para que las consideraciones mundiales se tengan en cuenta de forma más explícita en los marcos de política monetaria de los principales bancos centrales y para que estos presten más atención a las repercusiones en el mundo de sus acciones colectivas. Sin embargo, me muestro más escéptico con la propuesta de formalizar mecanismos de cooperación, por ejemplo, exigiendo a los principales bancos centrales que rindan cuentas públicamente de la congruencia entre sus políticas. Instar a los bancos centrales a revelar áreas de inconsistencia y disconformidad podría resultar contraproducente, pues podría menoscabar el clima de mutua confianza necesario en una cooperación.

² Barry Eichengreen, Mohamed El-Erian, Arminio Fraga, Takatoshi Ito, Jean Pisani-Ferry, Eswar Prasad, Raghuram Rajan, María Ramos, Carmen Reinhart, Helene Rey, Dani Rodrik, Kenneth Rogoff, Hyun Song Shin, Andrés Velasco, Beatrice Weder di Mauro y Yongding Yu, *Rethinking Central Banking*, Brookings Institution, 2011.

El carácter estructurado pero informal de las reuniones que se celebran en el BPI ha permitido un intercambio de opiniones franco sobre la dimensión internacional de las políticas nacionales. En los últimos años, estos encuentros se han centrado plenamente en los asuntos clave de la estabilidad financiera y económica mundial, incluidos los efectos de contagio. Dicho esto, es evidente que se necesita una mayor cooperación entre bancos centrales. En este contexto, los foros regionales como el CEMLA seguirán jugando una baza importante en el desarrollo de mecanismos de cooperación más eficaces.


En tercer y último lugar, los bancos centrales deben salvaguardar su independencia operativa y su credibilidad. Las nuevas funciones que desempeñan en materia de supervisión financiera, regulación y políticas macroprudenciales traen consigo nuevos desafíos institucionales. Un argumento a favor de la asignación de responsabilidades de estabilidad financiera a los bancos centrales es que han demostrado gozar de independencia en la articulación de la política monetaria. Sin embargo, esto implica que las nuevas competencias de los bancos centrales deben estar reforzadas por un claro mandato que considere los mecanismos de salvaguardia de su independencia operativa, que sean compatibles con sus responsabilidades de política monetaria y les proporcionen las herramientas, potestades y salvaguardias adecuadas. En concreto, tener claras las funciones, responsabilidades y potestades es condición *sine qua non* para garantizar la congruencia entre lo que se espera de los bancos centrales y lo que pueden hacer, así como para la rendición de cuentas y la formulación eficaz de políticas. Ambos elementos –rendición de cuentas y eficacia– pueden verse mejorados por una clara política de comunicación sobre la estrategia del banco central para cumplir su mandato.

Al mismo tiempo, los bancos centrales tienen que ser conscientes de los riesgos a más largo plazo que el difícil entorno económico actual plantea para su credibilidad y autonomía operativa. Los bancos centrales de las principales economías avanzadas pueden verse obligados a proporcionar un estímulo monetario y financiamiento aún mayor si persiste la atonía económica, si los mercados continúan dependiendo

de las operaciones de los bancos centrales y si no se resuelven los problemas de solvencia y estructurales subyacentes. Es decir, puede crearse un círculo vicioso que dificulte el abandono de la acomodación monetaria. Asimismo, el continuado recurso a estrategias de crecimiento basadas en la exportación por parte de algunas economías de mercado emergentes puede poner en tela de juicio la determinación de sus bancos centrales de garantizar la estabilidad de precios y abandonar intervenciones a gran escala en los mercados de divisas. Estas preocupaciones se agravan con los riesgos de economía política que surgen de la combinación de las políticas de balances de los bancos centrales, que han difuminado la división entre las políticas monetaria y fiscal, y la trayectoria insostenible de las posiciones fiscales en algunas economías.

Conclusiones

Para concluir, la evolución de la cooperación entre bancos centrales en los últimos 80 años ha estado muy ligada a la del entorno monetario y financiero internacional, con crisis financieras y económicas que han servido de catalizadores. La reciente crisis financiera mundial ha planteado nuevos retos fundamentales para la política monetaria global. Una estrecha cooperación entre bancos centrales, tanto en el plano global como regional, mediante intercambios de opiniones estructurados y periódicos, será fundamental para una comprensión común de los problemas y la convergencia de soluciones. Los bancos centrales necesitan forjar un nuevo consenso para resolver los retos a los que se enfrentan. En mi opinión, dicho consenso debería incorporar tres elementos clave: más simetría en la articulación de la política monetaria a lo largo del ciclo financiero, más internalización de las repercusiones de la política monetaria mundial, y protección de la credibilidad e independencia operativa de los bancos centrales. Estos tres elementos serán fundamentales para no volver a las políticas de *empobrecer al vecino* y hacer más probable y duradera la estabilidad financiera y de precios en el ámbito mundial. El logro de estos tres objetivos también

dependerá de la continuada capacidad de los bancos centrales para atraer y conservar talento, así como para aprender y adaptarse continuamente a la evolución del entorno. Los esfuerzos de cooperación por parte de los bancos centrales en la formación y la investigación, tanto en escala mundial como mediante mecanismos regionales como el CEMLA, serán clave para el éxito de dicha tarea. Me gustaría finalizar felicitando de nuevo al CEMLA por sus 60 años y destacar la excelente relación de colaboración que mantenemos y nuestro deseo de seguir fortaleciéndola. 



Panel 5
**Estabilidad financiera global
y cooperación entre bancos
centrales: ¿qué hemos
aprendido?**

Presentación

Es para mí un honor participar en esta conferencia conmemorativa del 60° aniversario del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA), e intercambiar ideas con distinguidas personalidades en este panel titulado “Estabilidad financiera global y cooperación entre bancos centrales: ¿Qué hemos aprendido?”.

El CEMLA ha sido una organización clave para la colaboración entre institutos emisores, promoviendo la investigación, el entendimiento y la capacitación sobre temas monetarios y financieros. Felicito a este Centro por su aniversario y por la excelente iniciativa de organizar esta conferencia, y le deseo muchos años más de éxito en sus labores en beneficio de nuestros países.

La importancia de la estabilidad financiera y política económica

Como sabemos, el funcionamiento adecuado de cualquier economía requiere que los diferentes componentes de su sistema financiero

Subgobernador del Banco de México.

operen de manera continua y ordenada, sin sufrir interrupciones o alteraciones significativas a pesar del posible surgimiento de choques de diversa naturaleza. Esto es lo que generalmente describimos como estabilidad financiera.

En la búsqueda de esta estabilidad, los bancos centrales desempeñan un papel fundamental. Por su propia naturaleza, los institutos emisores deben crear una moneda que sirva como medio confiable de pago a la sociedad, lo cual implica la tarea de controlar la inflación. La evidencia empírica confirma que la estabilidad de los precios es un requisito para la estabilidad del sistema financiero e incluso para el crecimiento económico sostenido.

También, con frecuencia la ley asigna a los bancos centrales otras responsabilidades, incluyendo las relacionadas con el desarrollo del sistema financiero y de los sistemas de pagos. Asimismo, en muchos países algunas autoridades diferentes de los bancos centrales tienen responsabilidades amplias sobre aspectos fundamentales de la regulación y supervisión del sistema financiero. El ejercicio adecuado de estas funciones debe promover la estabilidad.

El carácter compartido de las funciones de supervisión del sistema financiero entre bancos centrales y otras entidades en el ámbito nacional ha hecho indispensable la colaboración entre autoridades de un mismo país. La interacción se ha manifestado de múltiples formas, incluyendo el intercambio de información, los requerimientos de opinión de una autoridad sobre las decisiones de otra, la participación de miembros de los bancos centrales en los directorios de diversas autoridades y, recientemente, en la participación conjunta dentro de los consejos de estabilidad financiera.

Ahora bien, los sistemas y mercados financieros nacionales están muy interconectados, lo que, en buena medida, convierte a la estabilidad financiera en una noción inherentemente mundial. Las implicaciones de los enlaces internacionales pueden ser significativas.

Por ejemplo, la inestabilidad financiera en un país puede afectar a la estabilidad de otras regiones si en estas operan sucursales de bancos cuyas matrices se encuentran en países con problemas. A su vez, la

debilidad de un banco matriz en un país puede implicar mayores costos de capital para las filiales en otros países.

Asimismo, las medidas adoptadas por algunas naciones pueden afectar los sistemas financieros de otras, por ejemplo, en la forma de posturas monetarias que induzcan flujos de capital hacia otras economías, o regulaciones de bancos internacionales que limiten el desarrollo de ciertos mercados en otros países.

Además, las situaciones y políticas económicas de algunos países pueden desencadenar reacciones de política económica en otros, como por ejemplo, la imposición de controles a la entrada o salida de capitales considerados *excesivos*.

Cooperación entre bancos centrales

La creciente interconexión financiera explica por qué, en los años recientes, se ha intensificado el diálogo y la colaboración entre las autoridades y, en particular, entre los bancos centrales de diferentes jurisdicciones. Las avenidas de esta colaboración son bien conocidas, incluyendo los intercambios de información, de opiniones y de experiencias, de manera bilateral o dentro de los organismos y grupos internacionales.¹

Vale la pena destacar el arduo esfuerzo de coordinación para fortalecer de forma conjunta los marcos de regulación y supervisión bancarias, encabezado por el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) y el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS).

El alcance del trabajo ha sido amplio, incluyendo estándares más estrictos de capital y liquidez, mecanismos de resolución internacional, ampliación del perímetro regulatorio, transacciones transfronterizas, requerimientos de capital adicionales para los bancos considerados sistémicamente importantes en escalas mundial y nacional, la creación de colegios de supervisión, la estandarización de derivados

¹ Para un recuento amplio de la cooperación entre bancos centrales, ver C. Borio y G. Toniolo (2006), *One Hundred and Thirty Years of Central Bank Cooperation: A BIS Perspective*, BIS Working Papers, núm. 197.

extrabursátiles y el uso de contrapartes centrales para comerciar dichos activos.

Tal vez no exista un mejor ejemplo de colaboración eficaz que la surgida durante la reciente crisis mundial en la forma de mecanismos recíprocos y temporales para el intercambio de divisas con el fin de proveer liquidez, conocidos como líneas de canje. En particular, la respuesta de los bancos centrales a la falta de liquidez en monedas específicas fue establecer estas líneas para que los bancos centrales de las monedas que escaseaban pudieran ofrecerlas a los bancos comerciales de aquellos países que las requerían.²

Lecciones y preguntas pendientes

La experiencia en las tareas de estabilidad financiera y cooperación entre los bancos centrales nos permiten derivar lecciones relevantes, las cuales son el tema de discusión de este panel. Sólo para invitar al debate me gustaría identificar algunas lecciones e interrogantes.

La primera lección es que la colaboración entre los bancos centrales ha sido fructífera en cuanto al intercambio de conocimientos sobre prácticas y políticas monetarias y financieras.

La segunda lección es de humildad. A pesar de que se han estrechado los vínculos y se han refinado los métodos de análisis y comunicación de los bancos centrales, no ha disminuido ni la frecuencia ni la intensidad de las crisis financieras. Obviamente, el caso más dramático en muchos decenios ha sido la gran crisis global cuyo epicentro fue Estados Unidos, la cual no fue diagnosticada ni prevenida por las autoridades financieras.


La tercera lección es que todavía nos falta mucho por entender sobre la forma de mantener reducido el riesgo sistémico sin entorpecer

² Las líneas usaron como intermediarios a los bancos centrales para proporcionar liquidez a los bancos comerciales que la necesitaban, con lo que el riesgo crediticio recayó en los bancos centrales intermediarios. Para un análisis de la eficacia de estas líneas, ver W. A. Allen y R. Moessner (2010), *Central Bank Co-operation and International Liquidity in the Financial Crisis of 2008-9*, BIS Working Papers, núm. 310.

el sano desarrollo del sistema financiero. En particular, parece que somos mejores para manejar una crisis que para prevenirla.

Estas y otras posibles lecciones nos llevan a plantearnos preguntas cruciales de política económica, entre las que arbitrariamente selecciono cuatro:

- Primera, ¿cuál sería una agenda mínima de entendimiento sobre las posibles causas de las crisis financieras y los mecanismos de contagio? Por ejemplo, ¿cuál es la verdadera relevancia de los llamados desequilibrios globales que parecen ser inherentes al aprovechamiento de la especialización y las oportunidades de inversión en un mundo con países de diferente grado de desarrollo?
- Segunda, ¿cuáles son las mejores políticas para combatir esos problemas? En particular, ¿cuál sería la mezcla óptima entre políticas internas e internacionales para abatir las posibles causas de inestabilidad?
- Tercera, en la política económica, ¿dónde debe terminar el foco de la propia jurisdicción y empezar el mundial? Por ejemplo, ¿en qué condiciones los bancos centrales deberían incorporar los posibles efectos de sus políticas sobre otras economías?
- Cuarta, ¿qué deberían evitar y, en su caso, cuál sería la mejor reacción de las autoridades monetarias ante políticas de otros países que les estén dificultando sus decisiones?

Finalmente, me gustaría reiterar mi felicitación y agradecimiento al CEMLA y expresar mi deseo de que, con un mejor entendimiento y colaboración en conjunto, los que trabajamos en los bancos centrales podamos contribuir mejor a la estabilidad financiera de nuestros países en el futuro. 



Miguel Pesce

Estabilidad financiera global y cooperación entre bancos centrales: ¿qué hemos aprendido?

Tengo la plena confianza en que quienes están al frente del CEMLA han de estar a la altura de los desafíos que la institución tendrá en el futuro que, como hemos visto en esta reunión, serán muchos y muy importantes.

Es muy estimulante el debate respecto a los paradigmas conforme a los cuales se han desempeñado las tareas de los bancos centrales, que abrió ayer Mario Blejer en su exposición y que, de alguna manera, se complementa con las palabras de Agustín Carstens. Los ejes sobre los cuales se han venido desempeñando los bancos centrales en los últimos años serán cuestionados y debemos estar a la altura del debate que en este sentido se avizora. Los problemas recesivos que se consolidan en los países centrales han puesto y pondrán a las instituciones monetarias de esos países ante nuevos desafíos. Este fue el caso de Argentina que experimentó una prolongada y profunda

Vicepresidente del Banco Central de la República Argentina.

recesión entre los años 1998 y 2002 y que, en su salida, las políticas del Banco Central tuvieron un papel importante.

En este sentido quiero agregar dos aspectos que cuestionan los modelos que hasta ahora han dominado la gestión de los bancos centrales en la región. El primero es que si bien en nuestra región no se prevé un proceso de estancamiento crónico como en Europa, tenemos que resolver los problemas de desigualdad y pobreza que tanto nos afectan, y las estrategias de los bancos centrales posiblemente deban incorporar la atención de esos objetivos. El segundo es que, si bien el paradigma de metas de inflación ha cumplido su función en la sintonía fina en el control de la inflación en algunos países, en los últimos decenios hay un hecho estructural que ha servido para su control. Me refiero a los procesos de apertura comercial (entre 1986 y 2007 se observó una continua reducción de aranceles y barreras desde el 26% al 8.8%¹) acompañados por la disminución de costos de producción de bienes de países emergentes, en especial de China, y el alto precio de las materias primas, lo que ha dado a este grupo de economías mayor capacidad de importación de bienes. En los últimos tiempos la situación está cambiando: las mejoras salariales en los países emergentes, en especial en China, disminuyen la potencia de este moderador internacional de los precios, con lo cual resurgirán presiones que por muchos años no hemos tenido que enfrentar. Este será un nuevo desafío para los bancos centrales. Es en estos nuevos aspectos en los que debemos contar con el apoyo intelectual del CEMLA para ver como los afrontamos.

Para referirme específicamente a la cooperación de bancos centrales voy a comenzar recordando unos versos de Jorge Luis Borges que dicen “no nos une el amor sino el espanto/será por eso que la quiero tanto”. Cuando uno lee el reciente libro de Charles Goodhart sobre el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea,² uno comprende que a los bancos centrales no los une solamente el espanto, pero por seguro

¹ Miguel Pesce, *Monetary Policy and Measures of Inflation*, BIS Papers, núm. 49, Banco de Pagos Internacionales, Basilea, enero de 2010, pp. 93-106.

² Charles Goodhart, *The Basel Committee on Banking Supervision. A History of the Early Years, 1974-1997*, Cambridge University Press, 2011.

este ha servido indefectiblemente como catalizador para que decanten decisiones muchas veces postergadas.

Por otro lado, llama la atención que regiones que han sido muy exitosas integrándose política, comercial y hasta monetariamente, hayan encontrado en la integración financiera y fiscal una dificultad llamativa. Hay que tener presente que en cada acuerdo de coordinación de alguna manera se cede soberanía o autoridad. ¿Por qué es más fácil ceder autoridad comercial o monetaria que financiera?

En este panel tenemos que enumerar qué hemos aprendido con respecto a la cooperación y la estabilidad financiera. Voy a exponer una serie de puntos de vista, no exhaustivos, que pueden caracterizarse como conclusiones, opiniones o imperativos categóricos, sin realizar la clasificación en cada una de ellas:

1) Creo que es importante destacar que la cooperación e integración económica entre países es una de las buenas noticias de nuestro tiempo. En buena parte del siglo pasado la enemistad entre países vecinos se fundó en la pelea por recursos económicos. Hoy los recursos económicos pueden ser motivo de paz e integración y hay ejemplo de ello en todas las regiones del mundo.

Sin embargo, hay que tener cuidado con estos procesos porque su inercia o proceso por etapas tiene riesgos. Si hay *integración monetaria debe haber cesión de la autoridad financiera y fiscal local*. Si hay integración monetaria no alcanza con los acuerdos habituales de regulación financiera; debe cederse autoridad a manos de un regulador regional. De lo contrario los riesgos de inestabilidad financiera son muy altos.

2) Para que haya estabilidad financiera mundial es necesario que haya *varias monedas* de referencia internacional, con características de reserva internacional, de tal forma que los países que tienen signo monetario con esta característica puedan tener flexibilidad en sus políticas para afrontar sus problemas locales sin arrastrar al sistema mundial. Cuando me refiero a monedas de referencia internacional me refiero a monedas de países que sean significativos por su tamaño de producto, población y peso en el comercio mundial. En muchos casos consideramos monedas mundiales a las monedas de países

que por su tamaño no tienen envergadura para soportar la inversión de los recursos líquidos que a ellos llegan y terminan al final del camino invirtiéndose en otras jurisdicciones que sí tienen envergadura. Esta posibilidad desde el final de la Segunda Guerra Mundial ha estado concentrada básicamente en Estados Unidos. La posibilidad de que haya más de una moneda internacional tiene sentido ya que permitiría a este país tener mayor libertad en las decisiones originadas en sus requerimientos internos de política económica relajando los efectos que su política monetaria tiene sobre la economía mundial. Aquí no debemos abandonar el análisis de herramientas institucionales como los derechos especiales de giro (DEG) del FMI como un sistema mundial para la generación de liquidez en especial en los países que no tienen monedas que integran la propia canasta de los DEG.

3) En los procesos de integración monetaria regional tiene que haber mecanismos para *la resolución de los problemas de liquidez o insolvencia de los estados miembro* de tal manera que no afecten la estabilidad financiera regional ni se propaguen al resto del mundo. Aquí creo que la experiencia de Estados Unidos en lo relativo al código de bancarrota debe tenerse en cuenta.

4) Los países en cuyos mercados se emiten deudas soberanas externas deben prever en su legislación *modos de resolución similares a los que prevén para sus instituciones subnacionales* permitiendo o estableciendo mecanismos de acciones colectivas (*collective action*).


5) Hay que *regular firmemente los transvasamientos de liquidez y apalancamiento de un mercado* a otro para evitar situaciones de riesgo moral y que las situaciones críticas en uno de los actores se traspase al otro.

6) Los países que no cuentan con monedas internacionales deben poder establecer *medidas defensivas*, como la regulación a los flujos de capitales financieros de corto plazo, en el caso de que las políticas monetarias de los países que los influyen provoquen volatilidad en sus tipos de cambio.

7) La presencia de *prolongados procesos recesivos*, tarde o temprano, son destructivos de los sistemas financieros.

8) Un elemento fundamental en la cooperación de bancos centrales es la supervisión de la relación entre la *metrópoli* y el *anfitrión*. Desde las instituciones latinoamericanas debemos desarrollar el *decálogo de la buena metrópoli*. Algunos en América son metrópoli pero todos somos anfitriones y tenemos una extensa experiencia que puede ser un excelente aporte a los foros regulatorios mundiales sobre qué debe solicitársele a los reguladores de la metrópoli para preservar la estabilidad financiera mundial. En este punto la tarea intelectual de elaborar un decálogo de exigencias a las instituciones de la metrópoli y sus reguladores puede ser efectuada eficazmente por el CEMLA.

9) La mejor manera de garantizar que un sistema financiero no contagie a otros en situación de crisis es que las instituciones que lo integran se *autoabastezca de capital y liquidez en caso de crisis*. A este respecto hay cuestiones macroeconómicas que se han mencionado en el día de ayer como la acumulación prudencial de reservas o los canjes de monedas regionales que son elementos fundamentales, en especial para la estabilidad financiera de los países emergentes y los de menor envergadura de mercado.

En resumen, el juego de la cooperación entre bancos centrales no es de suma cero, por el contrario el saldo siempre es muy positivo. Por ello debemos interactuar y actuar ponderando la magnitud de los desafíos que tenemos y no sólo abordarlos cuando las consecuencias de las circunstancias nos espanten. 



Marc-Olivier Strauss-Kahn

Estabilidad financiera global y cooperación entre bancos centrales. Lecciones aprendidas

Estoy muy contento de estar aquí para celebrar junto a ustedes el 60° aniversario del CEMLA, como así también de decir unas palabras sobre la cooperación entre bancos centrales. De hecho, el CEMLA es un claro ejemplo de la valiosa cooperación entre los bancos centrales en toda la región y más allá de la misma. Como decimos en Francia, “la vida empieza a los 60”. Así que, ¡viva el CEMLA!

Sin embargo, los sesenta es también la edad de la sabiduría, y estamos sacando provecho de las lecciones aprendidas y compartidas por expertos que se han reunido en esta conferencia.

Agustín Carstens y Jaime Caruana, por ejemplo, hicieron aportes en temas similares en el reciente número de *Financial Stability Review* (FSR) del Banco de Francia, otro buen ejemplo de cooperación entre bancos centrales. Y en ocasiones, me referiré a este FSR del

Director General, Banco de Francia. Las opiniones que se expresan a continuación no necesariamente reflejan las del Banco de Francia.

Banco de Francia publicado en abril de 2012 para ilustrar y respaldar mi presentación.

Después de tantos discursos, corro el riesgo de caer en la redundancia. Pero vale la pena subrayar varias ideas clave que en el último periodo resultaron de especial relevancia, ya que el análisis de Jaime abarcó los últimos 80 años. Permítanme primero recordarles los conceptos principales que han abordado en este panel:

- La *estabilidad financiera* (EF) se refiere a la capacidad de resistencia a los choques que afectan a la infraestructura, a las instituciones y a los mercados; utilizaré cada uno de los tres bloques para respaldar mis argumentos.
- *Mundial*, se considera la EF de todos los países para evaluar las diseminaciones, pero ni una sola institución posee tal autoridad en materia de EF en escala mundial hasta ahora, aunque el FMI, junto con el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés), está cada vez más cerca de esa función.
- Los *bancos centrales*, que históricamente se han interesado por la EF, están cada vez más involucrados en esta, aunque sólo sea por dos razones: la estabilidad monetaria puede ser una condición necesaria para asegurar la EF, pero no es suficiente; a su vez, la inestabilidad financiera ha distorsionado los canales de transmisión de la política monetaria.
- Por último, en un mundo mundializado no basta con poner en orden la casa propia, sin hacer referencia explícita a la amplia bibliografía sobre el tema. Por lo tanto, la *cooperación* es bien recibida entre los bancos centrales y más allá de ellos, ya sea por medio de los intercambios informales de opiniones, destinados a crear igualdad de condiciones, o, siendo más ambiciosos, por alguna coordinación formal o incluso de la armonización de políticas.

De hecho, no todos los bancos centrales tienen a su cargo mantener la EF, y no todos cubren el ámbito completo que esta abarca. Por

eso, como línea central de mi presentación de hoy me propongo ilustrar cuáles han sido, en los últimos tiempos, las áreas de mayor fortaleza y debilidad de los bancos centrales y de la cooperación entre ellos, y el porqué; qué podrán hacer los bancos centrales, posiblemente de una mejor manera, o qué deberían evitar.

En los últimos tiempos, ¿qué ha funcionado y qué no, y en qué contribuyó a ello la cooperación entre bancos centrales?

Como suele suceder, algunos resultados han sido buenos, otros malos, y en muchos casos, el jurado aún está indeciso, así que puede que las cosas parezcan indefinidas. Por lo tanto, no pude evitar agrupar mis argumentos en tres categorías: “lo bueno, lo malo, y lo... indefinido”. ¡Con los bancos centrales como protagonistas de lo bueno! Lo bueno se refiere a algunos logros que pueden atribuirse, en gran medida, si no de manera exclusiva, a la cooperación entre los bancos centrales. Lo malo se refiere a algunos fracasos, que a menudo tuvieron lugar a pesar de la cooperación entre bancos centrales, o por la cooperación insuficiente. Lo indefinido corresponde a las experiencias mezcladas, a veces en áreas ajenas a la cooperación entre bancos y a su alcance.

Con respecto a lo bueno, los ejemplos más citados en esta conferencia son los acuerdos bilaterales de canje entre los bancos centrales: con la Reserva Federal en dólares, desde el año 2008, y entre seis bancos centrales (el Banco de Canadá, el Banco de Inglaterra, el Banco de Japón, el Banco Central Europeo, la Reserva Federal, y el Banco Nacional de Suiza) en cualquiera de sus divisas, desde el año 2011. Así que no es necesario dar detalles al respecto.

Otro ejemplo interesante, aunque menos citado, es la probada resistencia de las infraestructuras. Este logro se ha edificado a través de los años gracias al trabajo del Comité de Sistemas de Pagos y Liquidación, que reúne a los bancos centrales en el Banco de Pagos Internacionales (BPI). A pesar de estas situaciones extremas, con el agotamiento de los fondos de liquidez, los grandes volúmenes de operación

y el incumplimiento de los participantes principales, los sistemas de pagos han sido especialmente resistentes gracias a los nuevos mecanismos de gestión de liquidez y al papel cada vez más importante de las contrapartes centrales. Por lo tanto, no es ninguna sorpresa que, sobre la base de las lecciones aprendidas, el G20 haya decidido que, para fines de 2012, todos los contratos de derivados OTC normalizados deban compensarse por medio de contrapartes centrales.

Las razones del éxito son fáciles de identificar, aunque resultan más difíciles de reproducir.

- Como los sistemas de pagos son los ductos, y la liquidez el lubricante de las políticas monetarias, los bancos centrales tienen el incentivo y la experiencia para actuar. Han establecido una cooperación transfronteriza de larga data sobre la base del marco establecido desde el informe Lamfalussy en el año 1990. Por último, tienen la capacidad de administración y son la única autoridad supervisora.
- En general, los bancos centrales se conocen y tienen mucha confianza entre ellos: se reúnen de manera regular y discreta bajo los auspicios del BPI para establecer un mismo idioma, un marco común, las mejores prácticas y normas, o hasta objetivos similares según el área.

Luego lo malo, con ejemplos de fracasos, a menudo a pesar de la cooperación entre bancos centrales (CBC) o debido a la insuficiente cooperación. Durante los últimos años, los mercados financieros han brindado ejemplos de graves imperfecciones y hasta de fallas, aun en aquellos considerados como más líquidos, como los mercados interbancarios y más recientemente los de deuda soberana, en especial los de la periferia de la zona del euro, con riesgos de fragmentación para el manejo de la política monetaria.

Por ejemplo, la parte del mercado de dinero sin garantías experimentó un agotamiento de liquidez en el mismo momento de la caída de Lehman. En la zona del euro, las transacciones no garantizadas

bajaron un 50% entre comienzos de 2007 y 2010. Más allá del aprovisionamiento de liquidez, es la falta de confianza entre los jugadores la que se ha convertido en el problema principal debido fundamentalmente a la información insuficiente o asimétrica. ¿Hasta qué punto esto cuestiona la cooperación entre bancos centrales?

- En verdad, hubo una falta de conciencia y presión de los pares: se pasaron por alto las advertencias tempranas en los informes del BPI o en los debates del Comité sobre el Sistema Financiero Global (CGFS, por sus siglas en inglés) antes de 2007, ya que el lema prevalente en aquel momento era: “hasta ahora, todo va bien”.
- También es verdad que aquellos que contaban el cuento de Pedro y el lobo (demasiado pronto para creerles o demasiado tarde para actuar) rara vez analizaron dos cosas: las causas básicas y los canales de la crisis financiera. En primer lugar, más allá de la falta de información o de entendimiento sobre las hipotecas *subprime*, las obligaciones de deuda garantizada (CDO, por sus siglas en inglés), la intermediación financiera, etc., muchos de los factores básicos que desataron la crisis fueron, para muchos expertos, los sospechosos de siempre: la excesiva toma de riesgo por un lado y capital y controles insuficientes por el otro. Segundo, los canales de propagación inesperados llevaros al congelamiento del centro mismo del sistema.
- Sin embargo, el colapso del mercado también estuvo dado por un cambio repentino en la percepción del riesgo por parte de los agentes privados (esto es, un cambio sobre la calidad de los activos subyacentes en los CDO) y el importante incremento de la incertidumbre sobre quién tenía qué activos; más adelante abordaré el tema de la retroalimentación iterativa entre la banca y los riesgos soberanos.
- Además, estas causas estaban arraigadas y exacerbadas por prácticas de mercados, tales como los estándares de colocación, la inexactitud en las mediciones de riesgo, las pobres herramientas de gestión y los incentivos privados orientados a la toma de riesgos

procíclicos: la política de compensación, el papel de las agencias calificadoras, etcétera.

Por lo tanto, aun si los bancos centrales siguieron siendo confiables y cooperaron para proporcionar liquidez, todo lo anterior se acumuló. Se había depositado mucha confianza en la regulación, la información y en la disciplina del mercado. Surgieron dudas sobre todos los participantes.

Esto nos lleva a la parte confusa sobre qué funcionó y qué no, enfocándonos en esta ocasión en las instituciones y, especialmente, en la regulación y supervisión. Algunos pueden argumentar, ciertamente, que algunos aspectos de Basilea II, preparados entre los bancos centrales y presentados antes de las fechas límite, podrían haber contribuido a la crisis o, por lo menos, no sirvieron para prevenirla. Otros podrían responder que Basilea II no había empezado a aplicarse en algunos lugares, especialmente en Estados Unidos, donde se había mantenido un enfoque regulatorio diferente. Pero aun si los bancos centrales y los organismos supervisores estaban involucrados, no fueron desde ningún punto de vista los únicos jugadores en esto. En contraste, hay progresos dignos de destacar, tales como una reforma de gran escala como Basilea III.

No obstante, persisten los problemas. Más allá de los resultados mezclados de las pruebas de resistencia, que se coordinaron con dificultad en el mundo, los problemas surgen principalmente por el ritmo disparaje de las reformas a la normatividad financiera y por algunos de sus efectos no deseados. Por ejemplo, para lograr igualdad de condiciones es necesario adoptar de modo sincronizado los nuevos estándares. Sin embargo, la ley Dodd-Frank se ha demorado por críticas políticas o privadas y por los informes preparatorios que toman tanto tiempo. Además, no todos los países han propuesto la adopción legal de Basilea III como lo hizo Europa con su directiva de proyecto CRD 4, en vigor a partir de 2015.

Hoy tengo poco tiempo para abordar los efectos no deseados tales como el desapalancamiento, pero presento algunos puntos. Los bancos tuvieron que desapalancarse incluso en Europa, lo cual afectó a

sus sucursales en las economías de mercado emergentes (EME); sin embargo, los resultados han sido diferentes en las distintas EME: por ejemplo en Asia, los sustitutos de financiamiento han funcionado mejor que en América Latina. Así, el resultado no parece depender exclusivamente de los avances en los mercados avanzados. Sin duda, se necesitarán estudios más detallados, para casos como la interrupción repentina de flujos de capital y las repercusiones de la relajación cuantitativa en los países vecinos. De manera más general, en tiempos de crisis, la cooperación podría también ser necesaria en temas de estabilidad monetaria y en el efecto de las políticas monetarias en los tipos de cambio para reducir el temor de una guerra de divisas.

Mirando al futuro, ¿qué deberían hacer (mejor) los bancos centrales, y por ende la cooperación entre ellos, o qué deberían evitar?

La opción podría no ser sencilla, como en el chiste del diablo que propone sólo dos puertas para entrar al infierno con los carteles siguientes: “maldito si lo haces” y “maldito si no lo haces”... Pero permítanme expresar esta opción en un tono menos pesimista: los bancos centrales podrían ser primero elogiados para luego ser maldecidos si hacen *demasiado*, independientemente de sus niveles de colaboración, ya que no pueden convertirse en los *solucionadores universales de problemas*. Sin embargo, también van a ser condenados si hacen y cooperan *demasiado poco*, o al menos se transformarán en el chivo expiatorio, si se considera que hacen esto. Por lo tanto es necesario tener en cuenta el mandato limitado de los bancos centrales, pero no es sencillo encontrar un punto medio entre estos dos destinos. Esta segunda parte se enfocará más en la acción de los bancos centrales que en la cooperación. Sin embargo, si los bancos centrales no actúan correctamente, pueden cooperar de manera menos adecuada aún, ya sea entre sí o con otros pares, tales como los entes reguladores y los gobiernos. Ciertamente, las preguntas en torno al espectro de sus acciones parecen dominar el debate actual.

Por un lado los bancos centrales —y por lo tanto la cooperación entre ellos— no pueden convertirse en solucionadores universales de problemas o en un arma para resolverlos. Más bien, los bancos centrales son el muro de defensa final con una artillería limitada, pero flexible. Su foco primario es la conducción de la política monetaria, si bien la experiencia reciente ha incrementado su autoridad en temas de estabilidad financiera. Así, dada la crisis financiera persistente y habiendo alcanzado el límite inferior de cero, tuvieron que recurrir a medidas no convencionales y conjuntamente ajustar su estructura operativa. Esto es así aun cuando hay diferencias en la política no convencional de la zona del euro y la aplicada en Estados Unidos y en el Reino Unido: la operación de refinanciamiento a muy largo plazo o VLTRO del BCE se enfoca en reestablecer el funcionamiento del mercado por medio de los bancos, mientras que la relajación cuantitativa se enfoca en las tasas a largo plazo y en la macroestabilidad.

Sin embargo, el remedio de los bancos centrales no es una panacea y genera numerosos riesgos de efectos secundarios. En primer lugar, los balances generales de los principales bancos centrales han crecido en paralelo (emparejándose en los últimos años con un proceso que había empezado en los años noventa para el Banco de Japón). Esto genera inquietudes potenciales sobre la exposición al riesgo de crédito. Por ejemplo, la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra mantuvieron aproximadamente un 20% cada uno de su deuda nacional pública comerciable. Más allá de apoyar el apalancamiento soberano, los bancos centrales han intentado contrarrestar el desapalancamiento privado. Es verdad que las salvaguardias contra irregularidades contables y los descuentos, aplicados dentro del Eurosistema, deberían evitar las pérdidas cuantiosas que pudieran hacer peligrar su autonomía financiera; pero el solo riesgo de pérdidas podría ser suficiente para exponer su credibilidad. Además, si bien hay mucha garantía potencial, mientras mayor sea el riesgo, más es el descuento y menor la capacidad para tomar medidas para la eficiencia de la política monetaria.

Segundo, el límite entre la política monetaria y fiscal ha quedado borroso, ya que los bancos centrales afectan la asignación de recursos

entre deudores y acreedores. En especial, las ventas directas se consideran como *cuasifiscales* tanto desde el lado de los activos (debido a los riesgos implicados) y de los pasivos (ya que ellos ayudan a financiar a los gobiernos). Esto me lleva nuevamente al nexo entre el riesgo soberano y los bancos y a riesgos mayores.

Ciertamente, hay señales de *represión financiera* generalizada, esto es, de políticas que tienen como meta controlar las tasas de interés y mejorar la predisposición interna de las instituciones financieras a conservar la deuda pública. Como en el pasado, es nuevamente tentador limitar los diferenciales soberanos y a la postre deflactar la deuda pública como dice por ejemplo C. Reinhart, en su reciente contribución al FSR del Banco de Francia.

Esto mejora el riesgo de *predominio fiscal* sobre los bancos centrales, amenazando la eficiencia de los canales de transmisión monetaria y a la credibilidad de la meta de estabilidad de precios. Si este riesgo se vuelve más concreto, los bancos centrales serán presionados por los gobiernos a monetizar sus deudas, lo cual reduciría la necesidad de reformas estructurales y pospondrían la consolidación de las finanzas públicas.

Además, se avecina un riesgo potencial relacionado, que yo lo llamo la *preponderancia financiera*. En la mayoría de los países, los gobiernos y parlamentos están estrechamente involucrados en la organización y gestión de la supervisión o la vigilancia macropudencial. Si bien la estabilidad monetaria está bien definida, y a menudo se atribuye exclusivamente a los bancos centrales, no es el mismo caso con la estabilidad financiera, ya que involucra a muchos jugadores. Sin duda que hay buenas razones para esto. Cuando se formula y aplica la estrategia macropudencial, las autoridades se enfrentan a complejas compensaciones entre la eficiencia y la estabilidad del sistema financiero. Todo esto implica riesgos de interferencia o de prevalencia.

Así, en general, el riesgo principal pasa a ser el riesgo de confusión, dada la posibilidad de que se diluyan los objetivos y la diversidad de las partes interesadas. La función de prestamista de última instancia de los bancos centrales para salvar a bancos sin liquidez no debería

confundirse con el rescate de gobiernos insolventes. Y esto es así, sea un sistema de unión monetaria o no, ya que las expectativas de inflación y, por lo tanto, el nivel de las tasas de interés nominal a la postre se incrementarán en todos lados ante el riesgo de predominio sobre los bancos centrales.

Por otra parte, si los bancos centrales hacen poco o cooperan poco, o si se considera que hacen poco, serán también condenados. Por lo tanto, la pregunta principal pasa a ser: ¿cuál es el rumbo intermedio que los bancos centrales pueden ayudar a promover, no exclusivamente entre ellos solos, sino también por medio de su diálogo y cooperación con otros? Volviendo al nexo de gobierno y bancos, voy a distinguir entre la escala mundial y la de la UEM.

En escala mundial, ya se ha dicho mucho y me concentraré en unas pocas recomendaciones en cuanto a la necesidad para un diálogo entre los bancos centrales, por una parte, y los entes reguladores y los gobiernos, por la otra.

- Los bancos centrales requieren de la consolidación fiscal para restablecer la naturaleza relativamente libre de riesgo de los activos soberanos, al mismo tiempo que acompañan su consecución. Cier to es que la relajación monetaria puede anunciarse y emprenderse de maneras diferentes: en pocas palabras, puede ofrecerse principalmente *ex ante* para facilitar los próximos esfuerzos de los gobiernos (si hubiera alguno) como es el caso la *zanahoria* del Banco de Inglaterra; o puede concederse *ex post*, como es el caso del *garrote* del Banco Central Europeo, el cual se percibe como a la espera de un compromiso sólido de los gobiernos antes de relajar su postura monetaria. Sin embargo, en ambos casos y aun en el caso de Estados Unidos, los bancos centrales se han vuelto más vehementes con respecto a la disciplina fiscal.
- A más largo plazo, los bancos centrales deberían requerir una revisión del peso del riesgo soberano en los requisitos de capital; el alza de estas cargas requerirá de un periodo de transición para limitar los efectos contraproducentes en la actual coyuntura.


- Los bancos centrales pueden también llegar más lejos mediante su función en una serie de cuerpos reguladores (BCBS, FSB, ESRB, etc.) con la finalidad de promover un grado de coordinación entre las políticas macroprudenciales, ya que estas se establecen en cada país y podrían tener un efecto de diseminación en los países vecinos. Sin embargo, las llamadas medidas *macroprudenciales* no deberían ser herramientas disfrazadas para la represión financiera y para el proteccionismo, una inquietud expresada por C. Reinhart (Banco de Francia, FSR, página 45).
- Además los bancos centrales pueden tratar de limitar algunas consecuencias no deseadas de la regulación tales como el índice de liquidez (LCR). Los mercados ya han integrado la introducción esperada del LCR a mediano plazo y se autoimponen estos estándares *de facto* antes de lo planeado por los entes reguladores. Este índice podría interactuar con la política monetaria y requiere de mejoras.

Con respecto a la UEM, el panel anterior presentó sus especificidades. Si bien la solución requiere de una unión fiscal y, posteriormente, de una unión política, que va mucho más allá del ámbito de competencia de los bancos centrales, permítanme recordar, antes de concluir, que los bancos centrales pueden contribuir a lo siguiente:

- A avanzar hacia una unión de la banca, a un sistema de resolución y a un fondo de garantía de depósitos.
- Organizar la supervisión en el ámbito europeo, sobre la base de los mismos principios de la política monetaria: la centralización de la toma de decisiones y la descentralización de su aplicación.
- Por último, limitar el riesgo de contagio o de corridas bancarias en la zona del euro por medio de la evaluación exacta y el saneamiento de los balances generales de los bancos.

Concluyo con unos pocos comentarios: la cooperación entre los bancos centrales puede ayudar a la estabilidad financiera mundial

pero no puede remplazar a la cooperación de los bancos centrales con los gobiernos, con los entes reguladores, y entre estos últimos. Particularmente en Europa, algunas opciones y algunos saltos cualitativos son más políticos que económicos o técnicos. Así, entre el riesgo de hacer demasiado o de parecer que hacen poco, el camino es estrecho y sinuoso para los bancos centrales.

Este es el caso ya que todos sabemos que el diablo no está incitando desde atrás a los bancos centrales a que elijan por cuál puerta entrar al infierno; pero la que está en la Tierra frente a ellos... ¡cómo de costumbre está escondida tras los detalles de la aplicación! 



**Mesa redonda
Hacia dónde se dirige
la cooperación
entre bancos centrales**

Presentación

Primero quisiera agradecer al CEMLA por la invitación a moderar este panel. Es un panel de lujo, de viejos amigos y el tema es “La cooperación entre bancos centrales”.


Aquí presente está Jaime Caruana y quizá se acuerde de un seminario que organizó el BPI en el año 2005, justamente sobre el tema de cooperación entre bancos centrales. Ya que esto fue en la época antes de la crisis, comencé a revisar los temas que se tocaron en aquel seminario. Obviamente la concepción de cooperación entre bancos centrales tiene muchos niveles.

Desde hace mucho tiempo la cooperación técnica, de intercambio de información y, yo diría, de intercambio de experiencias –facilitado enormemente por el BPI y por los organismos regionales– ha sido un instrumento fundamental de comunicación y cooperación entre bancos centrales. Yo creo que este nivel ha funcionado muy bien; se ha ido no sólo mejorando sino también complementando y de él han salido iniciativas de cooperación importantes. Por ejemplo, en el BPI el tema de la cooperación entre bancos centrales asiáticos propició el desarrollo

Presidente del Consejo de Administración del Grupo Financiero Banorte.

del mercado asiático de bonos. Esta fue una iniciativa que salió justamente de estos esquemas de cooperación. También tuvimos un intento en América Latina pero desafortunadamente no prosperó.

Hay un grupo de gobernanza de bancos centrales en el BPI, que tuve el honor de presidir hace varios años, del que han salido también varias iniciativas de cooperación. Así, hay una larga historia de colaboración entre bancos centrales, insisto, de distintas dimensiones. Ya mencioné la primera que es la de cooperación técnica. Otra característica de los banqueros centrales es que nos gusta –bueno ahora soy banquero comercial, pero de repente me pongo la camiseta de banquero central– tener un perfil relativamente bajo; más bien tener reuniones privadas en materia de política monetaria. Los organismos de cooperación también han sido clave en facilitar este tipo de intercambio esencial para el desarrollo de la política monetaria en la coyuntura actual.

Solía haber un paradigma bajo el cual –el *de la casa en orden*– si cada quien tiene su casa en orden entonces no hay necesidad de cooperación. Por cierto, Tommaso Padoa-Schioppa tuvo una intervención brillante en la conferencia del BPI del 2005 distinguiendo entre la integración y la cooperación. ¿Cómo es que en un mundo cada vez más integrado en términos de flujos, en términos de comercio, etcétera, las dificultades, sobre todo en el plano de gobierno, para mayor cooperación se iban haciendo mayores? Esto en algunos niveles también es el caso de los bancos centrales. Aunque más recientemente, con motivo de la crisis, la necesidad de cooperación entre bancos centrales –sobre todo para el entender las causas de la crisis– y el papel del banco central en ofrecer soluciones en materia de liquidez, apoyo bancario, etcétera, en materia de estabilidad financiera –que es otra dimensión de cooperación en escala internacional– han sido fundamentales. 



Mario Bergara

Educación económica, inteligencia financiera y cooperación entre bancos centrales: la respuesta a los desafíos del presente

La cooperación entre bancos centrales ha demostrado ser muy fructífera en estos últimos cuatro o cinco años. Han sido tiempos inusitados por circunstancias diversas, entre las que destacan procesos mundiales que afectan de manera creciente y similar a la mayor parte de los países de la región, pero que además afectan de manera diferente a los países desarrollados y a los grandes países emergentes. Este entorno obliga a pensar y a dialogar sin la pretensión de llegar a un manual único, porque todos debemos entender lo que está ocurriendo y lo que hace el otro, sabiendo que el otro no tiene necesariamente que tomar el mismo camino que uno ha decidido tomar. Los desafíos de esta época colocan a los bancos centrales y a los organismos internacionales en un sitial protagonista en escala mundial.

Desde la perspectiva de los países de la región y de las naciones emergentes, en general se ha avanzado hacia una cierta

Presidente del Banco Central del Uruguay.

homogeneización de los marcos de política económica. La mayoría de los países latinoamericanos son economías abiertas al mundo, pues dadas sus dimensiones, la apertura es su única alternativa. Los desafíos de política económica en general, y de las políticas de los bancos centrales en particular, son cada vez más similares. El CEMLA es un ámbito que facilita, promueve y obliga al intercambio de experiencias, y ha probado ser indudablemente fructífero en contextos de cooperación y comprensión común de los fenómenos globales y su repercusión en nuestras respectivas economías.

La intención no es ni debe ser la de buscar un manual único. Lo que importa es entender lo que está pasando e identificar qué aspectos sobreviven de los viejos manuales, porque no todo lo anterior es inútil ni todo debe ser descartado.

Sin duda la lectura que hacemos del presente está condicionada a su procedencia de regiones distintas y también al hecho de que estamos enfrentando problemáticas novedosas de una dimensión inusitada con gran repercusión mundial. Esta realidad nos obliga a tener una comprensión común de lo que está pasando para que cada uno actúe en función de su realidad particular.

En este sentido las áreas de cooperación son múltiples. La ruta por seguir es avanzar en una visión común de los procesos económico-financieros de alcance internacional y sus efectos sobre las economías emergentes desde nuestra perspectiva; potenciar el intercambio de reacciones de política y el fomento de la creatividad y las capacidades conjuntas colectivas.

Hay un renovado interés en los aspectos de riesgos sistémicos, derivados de la crisis financiera global, en los temas de redes de seguridad, tanto en el plano nacional como regional y mundial, y en los asuntos de estabilidad financiera con las perspectivas micro y macroprudenciales.

Creo que hasta aquí son temas que básicamente fueron tratados en profundidad por mis colegas, porque los miembros de los bancos centrales tenemos esa vocación, de ir a discutir directamente temas de política. Es por ello, y para no ser redundante sobre lo dicho, que quiero agregar algunos otros aspectos que también son de políticas.

Me refiero en primer lugar a los procesos de inclusión y educación financieras. Si hay algo claro en el mundo que vivimos es que si los bancos centrales no van a la vanguardia de los procesos de educación financiera en nuestros países, nadie más lo hará. Esto no quiere decir que sólo los bancos centrales lo puedan hacer, pero realmente nos interesa que la gente comprenda los procesos económicos y que eso nos ayude a explicar por qué hacemos lo que hacemos. Hay buenas experiencias en América Latina, en algunos países, en México, en Colombia, también en Argentina, que demuestran que una vez que los bancos centrales se ocupan de aspectos de educación y cultura financiera, empiezan a tener resultados y hasta pueden penetrar en los ámbitos formales de la educación de nuestros países.

En segundo lugar voy a referirme a las tareas de inteligencia financiera, la globalización y los flujos financieros, que nos introducen en la creciente importancia que debemos asignarle a la prevención del lavado de activos y al financiamiento del terrorismo, e incluso a la prevención de la proliferación de armas de destrucción masiva. Esta temática de inteligencia financiera se vuelve cada vez más compleja y es evidente su relevancia para los bancos centrales. Los bancos centrales tienen las capacidades para contribuir a procesos que son tan importantes, justamente para dar estabilidad y credibilidad a nuestros sistemas financieros.

En tercer lugar el fortalecimiento de los organismos multilaterales, tanto los que tienen que ver con el financiamiento del desarrollo, como aquellos que apuntan a ser más proveedores de liquidez y, por supuesto, de intercambio de experiencias en investigación académica, como es el caso del CEMLA.

Inclusión y educación financiera como oportunidad y desafío

Motivar el acceso y la educación en los planos económico y financiero son dos caras de una misma moneda. El procurar que el acceso a los servicios financieros sea cada vez más masivo y que en especial

llegue a aquellos sectores que tienen más dificultades para obtenerlos –las familias de menores ingresos y las micro, pequeñas y medianas empresas– tiene además que ir acompañado con elementos de educación, para que de esta manera el impulso al uso de los instrumentos financieros no se transforme en actitudes o conductas de consumismo, fuera de lo adecuado, en el sentido de la generación de riesgos de insolvencia.

La profundización financiera se asocia a un mayor desarrollo económico y social. Por tanto, promover el acceso a los servicios financieros es parte de una política de desarrollo. Facilitar las transacciones, promover la eficiencia de los instrumentos financieros y del sistema de pagos, está en la naturaleza misma de las obligaciones de los bancos centrales; eso es evidente. La promoción del acceso a los servicios y productos financieros debe tener la otra cara de la moneda, que es la educación.

La educación financiera tiene que considerarse como un ingrediente fundamental de esta mayor inclusión financiera que también debe verse como inclusión social. La inclusión financiera implica infraestructuras, instrumentos e incentivos. Implica desplegar infraestructuras para el uso de servicios, implica generar nuevos instrumentos más acordes a las necesidades de distintos sectores de la población y de las empresas e implica también, desde el gobierno y desde los bancos centrales, tener estructuras e incentivos, justamente que ayuden al mayor acceso a, por ejemplo, lo que es el despliegue de las redes de pagos y del uso de instrumentos electrónicos.

Transparencia de los mercados financieros

Promover la transparencia de los mercados financieros es un elemento central, justamente para que la gente comience a utilizar el sistema financiero con mayor tranquilidad y confianza. Debemos combatir la cultura de la opacidad que en general existe en nuestros países. Los bancos centrales muchas veces también son las autoridades de aplicación de normas más generales de defensa de los derechos de los

sectores más desprotegidos, derechos de usuarios y consumidores en el sistema financiero, o de promoción y defensa de la competencia pero, reitero, la contraparte o el complemento indispensable de estas aristas del tema está en la educación financiera.

Creo que el CEMLA es un lugar ideal para tener como plataforma instrumentos, mecanismos, juegos, videos, todo lo que a ustedes se les pueda imaginar. Educación económica y financiera, entonces, para mejorar la comprensión de todos los aspectos económicos, para generar mayor cultura financiera y estimular comportamientos adecuados, para contribuir a que la gente se acerque también con mayor confianza a los sistemas financieros, porque lamentablemente muchas veces fueron sinónimos de sufrimiento y crisis en el pasado.

En cuanto a cooperación, cada vez más debemos volver explícitos los acuerdos con supervisores, reguladores y bancos centrales, instituciones financieras del anfitrión y de origen, y también los asociados a inteligencia financiera.

Hay una mayor demanda en escala mundial para la prevención y el control del lavado de dinero y del financiamiento del terrorismo. Hay mucho por hacer en este terreno, trabajar en el cumplimiento de las recomendaciones del Grupo de Acción Financiera Internacional (GAFI) que evalúa el GAFISUD en el ámbito de los países latinoamericanos y el Grupo Egmont, que congrega a las oficinas de inteligencia financiera, muchas de ellas radicadas en los bancos centrales. O sea que también en este terreno hay espacios de cooperación, de intercambio y de discusión para mejorar la institucionalidad y el desarrollo de las acciones concretas en temas que son cada vez más importantes, como la prevención contra el lavado de activos y el financiamiento del terrorismo. Hay algunas cifras que muestran que la mayor parte de los países latinoamericanos tienen muchos deberes por hacer en esa materia.


Fortalecimiento de organismos regionales de cooperación

Hay la necesidad de fortalecer los organismos regionales de cooperación como sustento de la estabilidad financiera en nuestros países. Al

igual que los países que integran foros más amplios como el G20, es importante que los miembros del CEMLA participen de manera coordinada en organismos multilaterales a efecto de procurar la representación de las naciones emergentes de menor dimensión, y contribuir al desarrollo de los organismos regionales, tanto de los que se asocian al financiamiento del desarrollo como los que atienden problemas de liquidez y balanza de pagos.

La CAF es un buen ejemplo, el FLAR es otro buen ejemplo. El hecho de que la estructura de pertenencia a estos organismos no incluya países donantes exclusivamente, el hecho de que haya historias sin incumplimientos en ellos, ayuda a mantener un gobierno corporativo sencillo, donde todos somos cumplidores; pero además son organismos que de hecho nos ayudan a tener más ventanillas abiertas a la hora de necesitar ayuda financiera de corto plazo o financiamiento para infraestructura y desarrollo social.

Por lo tanto, creo que fortalecer ámbitos como la CAF y el FLAR que, además de ser de financiamiento, son de intercambio de experiencias y de carácter académico, es parte de las tareas de coordinación entre nuestros países. Y finalmente promover en los organismos regionales las tareas de investigación económica y financiera.

Los pasos que ha dado el CEMLA últimamente en materia de investigación son sin duda muy bienvenidos, porque facilitan que todos podamos tener una mejor comprensión de lo que está pasando en nuestros países y de cómo nos afectan los procesos globales, y brindan la posibilidad de un análisis enriquecido sobre las reacciones de política que cada uno de nosotros está teniendo o coordinando, de manera tal que se generen más ideas, más alternativas para las decisiones de cada uno de nosotros en los bancos centrales. 



Rodrigo Bolaños Zamora

¿Adónde se dirige la cooperación entre bancos centrales?

Agradezco y felicito al Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA), por lo mucho que ha ayudado a los bancos centrales de América Latina en sus 60 años de existencia, pero especialmente, como lo mostraban ayer los datos que presentó el director general del CEMLA, Javier Guzmán, a los bancos centrales de países más pequeños. ¡Felicidades!

Quisiera concentrar mis comentarios en algunos temas de asistencia técnica futura, de especial relevancia para bancos centrales de economías pequeñas y abiertas como las centroamericanas, basados principalmente en la visión desde Costa Rica, pero con insumos de nuestra participación en el Consejo Monetario Centroamericano (CMCA). El Consejo, junto con el CEMLA y otros organismos como el Fondo Latinoamericano de Reserva (FLAR), el Fondo Monetario Internacional (FMI), el Centro Regional de Asistencia Técnica de Centroamérica, Panamá y la República Dominicana (CAPTAC-DR), el Banco Mundial, el Banco

Presidente del Banco Central de Costa Rica y presidente del Consejo Monetario Centroamericano.

Interamericano de Desarrollo (BID) y los bancos centrales de México, Colombia, Chile, Perú, España, Estados Unidos y Alemania, nos han enseñado mucho de lo que hemos logrado aprender. De hecho, el Banco Central de Costa Rica nace en 1950, como uno de los varios bancos creados con los aportes significativos de Herman Max, prestigioso funcionario del Banco Central de Chile.

Examinando de cerca a los bancos centrales miembro del Consejo Monetario Centroamericano, encontraremos algunas características que ayudan a afinar el tipo de asistencia técnica y de cooperación que podríamos necesitar hacia adelante.

Como casi todos, o todos, los bancos centrales alrededor del mundo, los nuestros enfrentan los desafíos y las oportunidades de la globalización, los retos de alcanzar y mantener una inflación baja y sistemas financieros más robustos y estables, así como preservar o, cuando sea necesario, aumentar su independencia, con el mejor grado de coordinación de sus políticas con la fiscal, comercial y la de supervisión y regulación financiera. Además, de estas comunes consideraciones internas, también compartimos con otros bancos centrales la necesidad de buscar una mayor coordinación con otros bancos, especialmente de países con los que nuestras economías tienen amplias interrelaciones comerciales y de flujos de capitales. También, tenemos que coordinar y dialogar nuestras políticas con importantes organismos internacionales, y participar en diversos foros, que nos ayudan a entender mejor lo que están haciendo o puede estar ocurriendo en las economías y los bancos centrales de los países con mayor influencia.

Dentro de ese contexto, nuestros bancos centrales actúan con características o restricciones algo diferentes de los de países de mayor tamaño o desarrollo, que condicionan dónde puede ser más valioso buscar y obtener asistencia y cooperación de otros bancos centrales, directamente o por medio de organismos como el CEMLA.

Como se mencionó ayer, la investigación económica es fundamental para un mejor diseño, formulación y ejecución de las políticas económicas. Las carencias de economías de escala o la falta de recursos de los bancos centrales de países pequeños y de ingresos bajos o medios

significa que nosotros dependemos más del apoyo externo. Por eso, es muy valiosa, para nuestros países, la investigación que realizan organismos internacionales, en especial, pero no exclusivamente, el FMI, organismo que puede focalizar y hacer estudios para nuestra región y, en ocasiones, para países individuales, más allá de los documentos de políticas y evaluación de nuestras economías. Los foros que nos brinda el CEMLA para que nuestros investigadores puedan pulir sus trabajos y someterlos a los comentarios y críticas, son muy importantes, y nos alienta enormemente que esas áreas se fortalecen en el Plan Estratégico que la institución tiene en ejecución. Sin embargo, quisiera aquí destacar que esta es una de las áreas en las que recursos humanos externos a la región pueden ser de alta productividad.

Nos gustaría mucho que, en la asignación de los muy valiosos recursos humanos adicionales que el CEMLA está dedicando a retomar con fuerza la investigación, se pueda considerar esta demanda o necesidad particular de nuestros bancos centrales miembros del CMCA, ya sea en trabajos conjuntos con el Consejo o con uno o varios de los departamentos de investigación de nuestros bancos centrales.

Considerar estas y otras características de nuestras economías, no sólo nos ayudan a definir algunos de los temas particulares en los que la investigación puede ser más valiosa, sino también ayudan a definir dónde la cooperación con el CEMLA y otros bancos centrales y organismos nos será de suma utilidad.

Otra característica que destaca es la falta de desarrollo de varios mercados que son clave para la conducción de la política económica en general, y la monetaria y financiera en particular. Algunos países están más avanzados que otros, pero la evidencia sugiere que en general a todos los de Centroamérica y la República Dominicana les hace falta mucho por hacer en estos mercados.

Los países de la subregión tienen también bancos centrales que le han vuelto a dar alta prioridad, no exclusiva, pero sí la más alta, a una inflación baja. Para los que tienen una moneda nacional, y aun para El Salvador que se dolarizó, es crucial contar con mejores mercados en varios servicios para mantener una inflación baja.

Los mercados de servicios bancarios son los más desarrollados en términos relativos, pero los mercados de liquidez, deuda estatal, divisas, valores y capitales, están apenas en sus primeras etapas. Por ejemplo, para los que estamos avanzando hacia regímenes de metas de inflación o los que ya están ahí, mejores y más eficientes mercados de liquidez, cambiarios y deuda pública son fundamentales. Además, no sólo hay que mejorarlos en el ámbito de cada país, sino que la presencia de grupos financieros con actividades en varios países de la subregión significa que para el desarrollo de estos mercados se requiere de una importante coordinación de los planes y las políticas entre los bancos centrales y supervisores.

El CMCA ha tenido y seguirá desempeñando un papel fundamental en estos esfuerzos, pero aquí requerimos cooperación adicional a la que ya se ha brindado por parte de los bancos centrales de mercados más desarrollados y organismos que han estudiado y asesorado a otras regiones en estas tareas.

Hay otras dos áreas importantes para la cooperación con los bancos centrales miembros del CMCA.

La primera son los foros de intercambio de experiencias y análisis sobre la situación económica mundial y regional que brindan el CEMLA, el FMI, el BID, y el Banco Mundial, y más recientemente el Banco Internacional de Pagos (BPI). Este último caso es reciente porque los bancos centrales del CMCA finalmente se han acercado al BPI, que siempre los ha invitado. Estos foros son muy valiosos y es grata la intención de mantenerlos.

El segundo tema tiene que ver con las posibilidades de blindaje ante crisis. Obviamente, está la acumulación de reservas y el acceso al FMI. Pero como se ha discutido en esta conferencia, en América Latina no se han hecho tantos avances en apoyos regionales como sí ha ocurrido en otros países, particularmente Asia.

Costa Rica es un orgulloso miembro del Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR), junto con los bancos centrales de otros seis países de América del Sur. A diferencia de la Corporación Andina de Fomento (CAF) que, como su nombre lo indica, nació como parte de las


instituciones de integración andina, allá en los años setenta, el FLAR, hermano gemelo de la CAF, se cambió el nombre de Fondo Andino a Fondo Latinoamericano, pero no ha logrado todavía hacerse tan latinoamericano en membrecía como la CAF. El FLAR es una pequeña pero valiosa institución, con un excelente equipo de profesionales, muy eficiente y que no sólo está disponible para apoyar a sus miembros con financiamiento frente a problemas de liquidez de balanza de pagos o reestructuración de deuda, sino que también brinda valiosa cooperación para la gestión de reservas internacionales, así como foros para discutir y analizar la experiencia de los bancos centrales miembros y otros temas relevantes.

Sería muy útil que en el CEMLA y en otros foros se pueda discutir más sistemáticamente la conveniencia de ampliar el papel de esta organización en el blindaje ante crisis externas, especialmente para los países más pequeños, siempre como complemento de otras formas de protección. El propio FLAR acaba de tener una muy buena discusión sobre su papel en una de sus conferencias en Cartagena.

Tal vez, algún día, se cumpla el sueño personal de que todos los países más pequeños de América Latina sean miembros beneficiarios del FLAR y los más grandes sigan el ejemplo de Colombia, Perú y Venezuela (los miembros del FLAR de mayor tamaño), de apoyar a los más pequeños por medio de esta organización y también puedan beneficiarse de sus diversos servicios y que participen más activamente en sus foros de discusión.

Hay muchas otras áreas de importante colaboración y asistencia técnica de cara al futuro. En particular, en temas de supervisión y regulación macroprudencial, los arreglos institucionales entre bancos centrales y supervisores hacia lo interno y lo externo de cada país; las consecuencias de los cambios regulatorios en Basilea 2.5 y 3; y las disposiciones aplicadas en las economías de mayor influencia mundial como Estados Unidos y Europa, entre otros. Estos temas no sólo ya se han tratado en esta conferencia, sino que no son particulares a los países de Centroamérica y la República Dominicana y, además, son temas en los que ya hay foros y cooperación adecuados y donde ya

varios países de la subregión participan. Por tal razón, no hace falta referirse a ellos en esta oportunidad.

De nuevo muchas gracias al CEMLA, a su Junta de Gobierno, al Director General y al personal, y a los que les precedieron en esas funciones, por su muy valiosa contribución a nuestras tareas y que tengan otros 60, o muchos más, años de éxitos y valiosos aportes a Latinoamérica y más allá. 

¿Adónde se dirige la cooperación entre bancos centrales?

Quiero, en primer lugar, agradecer al CEMLA y a Javier Guzmán, en nombre propio y también en nombre del gobernador Luis M. Linde y del subgobernador Fernando Restoy, la invitación al Banco de España para participar en esta conferencia de celebración del 60º aniversario del Centro. Durante estos años el CEMLA ha desarrollado una labor extraordinaria para fomentar la cooperación entre los bancos centrales de la comunidad latinoamericana, labor en la que el Banco de España ha tenido la gran oportunidad de participar activamente desde que en 1965 se incorporó al CEMLA como socio colaborador.

A lo largo de estos dos días he asistido a una serie de presentaciones y discusiones de gran calidad e interés sobre el tema de la cooperación entre bancos centrales. Creo que no es posible añadir algo nuevo al debate. En mi contribución me detendré brevemente para comentar algunas de las tendencias en el modelo actual de cooperación, que previsiblemente marcarán el futuro próximo de esta actividad, haciendo hincapié en el papel de los foros y las instituciones internacionales –como el CEMLA– en esa cooperación; y, en segundo lugar,

haré referencia al modelo de cooperación seguido en Europa, donde el avance hacia la integración es un hecho, integración que ahora se amplía al área bancaria y financiera.

Rasgos del modelo actual de cooperación entre bancos centrales

Como se ha puesto de manifiesto en los paneles anteriores, la cooperación entre bancos centrales es una realidad desde hace varios decenios, pero ¿cuáles son los principales rasgos del modelo actual de cooperación? Cabe destacar, en primer lugar, su *transversalidad*, puesto que abarca todos los ámbitos funcionales de la banca central, desde la política monetaria hasta la estabilidad financiera, pasando por la gestión del efectivo, la supervisión prudencial, la producción estadística, la investigación y la regulación.

Una característica adicional, que es complementaria de la transversalidad, es el *carácter evolutivo* de la cooperación: a lo largo del tiempo, sus contenidos y modalidades han ido adaptándose a los cambios en el entorno económico y financiero. En este sentido, se siguen produciendo *cambios significativos en el contenido de la cooperación*. Así, si bien los temas relacionados con la estabilidad monetaria y cambiaria siguen ocupando un lugar preponderante, han aparecido con peso creciente nuevos ámbitos, relacionados con la estabilidad financiera, la supervisión macroprudencial y los sistemas de pagos y su funcionamiento, así como las cuestiones relativas a la gobernanza de nuestras instituciones, que también están adquiriendo una importancia creciente.

Otra característica de la cooperación en el momento actual es la *ampliación de su perímetro institucional* más allá de la banca central. Los bancos centrales no sólo comparten intereses con otros bancos centrales, sino también —y cada vez más, a raíz de la crisis y de la creciente importancia de la estabilidad financiera entre sus funciones— con otras instituciones públicas (ministerios de finanzas, supervisores bancarios y reguladores de valores y seguros); en menor medida,

también la interacción con actores privados va en aumento (en procesos regulatorios y de producción de estándares).

Asimismo, la cooperación entre bancos centrales se ha ido haciendo *más sistemática e institucionalizada* y, con ello, más estable y predecible. En este sentido, cobran importancia los acuerdos internacionales que incorporan elementos vinculantes, como por ejemplo la producción de estándares en el seno de organismos internacionales, que a veces se trasladan a disposiciones legislativas. Más aún, algunos textos legales obligan a cooperar: por ejemplo, la norma de creación del Sistema Europeo de Supervisión Financiera.

Por otra parte, la globalización financiera y la creciente integración monetaria internacional han puesto de relieve la mayor eficacia de la *cooperación multilateral* frente a la bilateral. De esta forma, han adquirido cada vez más importancia los foros regionales e internacionales como eje de la cooperación. La utilización de foros y organismos internacionales hace más eficaz el esfuerzo y permite abarcar zonas geográficas más amplias. En relación con la cooperación multilateral quisiera resaltar las instancias más relevantes:

- El BPI. Como Jaime Caruana ya ha recogido ampliamente en su conferencia, el BPI ha desempeñado un papel central en la cooperación entre bancos centrales desde su creación en 1930; marcó un antes y un después en la institucionalización de la cooperación internacional en el ámbito de la banca central, afianzando esta actividad mediante el establecimiento de objetivos, procedimientos, comités y medios específicos.
- El FMI, por su parte, constituye un espacio tradicional de colaboración, compartido con los ministerios de Economía, donde los bancos centrales desempeñan un papel esencial, tanto en su financiamiento como en su funcionamiento, con distintos niveles de representación y protagonismo, en función del país.
- El FSB. La crisis financiera global ha puesto de manifiesto las profundas interrelaciones económicas y financieras de los países. Esta

nueva realidad ha llevado a reforzar la cooperación y construir unas instituciones internacionales más sólidas. Así, en los últimos años no sólo hemos observado profundas reformas de instituciones tradicionales, como el FMI, sino la creación de otras nuevas, como el G20 y el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB), que amplían el espectro de la cooperación entre bancos centrales hacia la estabilidad financiera. En el FSB se están creando nuevas reglas de juego en regulación y supervisión, en estrecha colaboración con el BPI y el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea. Se trata de un ámbito de cooperación que los bancos centrales comparten con los gobiernos y que es necesaria en el marco de mercados financieros globales.

He dejado para el final la referencia a los acuerdos regionales como foro de cooperación. En paralelo con los foros globales, se han ido creando instituciones regionales de cooperación multilateral entre bancos centrales con ámbitos funcionales diversos, como el CEMLA, en América Latina (1952), el Consejo Monetario Centroamericano (1964), o el SEACEN, en el sureste asiático (1972). Igualmente, se han erigido plataformas de cooperación entre bancos centrales y otras entidades con competencias compartidas o complementarias, en particular en materia de supervisión bancaria, como la Asociación de Supervisores Bancarios de las Américas (ASBA, en 1979).

A lo largo de sus seis decenios, el CEMLA ha cumplido con creces su objetivo de promover la cooperación en asuntos monetarios y bancarios en América Latina y el Caribe, y es hoy en día un referente en la comunidad de bancos centrales, no sólo en la región, sino internacionalmente, fruto de su estrategia de impulso de las relaciones con Europa y Asia.

El Banco de España concede la máxima importancia a su relación con el CEMLA –en el marco de su firme compromiso general con América Latina– y se ha esforzado por establecer estrechos lazos de cooperación y un diálogo fluido con esta institución. Para nosotros es una prioridad reforzar esta relación, construida desde nuestro ingreso

como miembro colaborador hace ya cerca de 50 años, no sólo por los lazos históricos, sino, principalmente, por las estrechas relaciones económicas y financieras que unen a España con América Latina.

Para finalizar esta primera parte de mi presentación, quiero mencionar el ámbito específico de la cooperación técnica internacional (CTI), en la que hemos alcanzado cierto estado de madurez, con un modelo basado en:

- Puesta en común de experiencias: en los últimos años se han reforzado las infraestructuras para que la CTI se traduzca en la puesta en común de experiencias nacionales y regionales.
- Relaciones interpersonales/institucionales: la CTI es un instrumento eficaz para crear y consolidar redes básicas de relaciones personales e institucionales en todos los niveles de nuestras organizaciones.
- Cooperación entre responsables de la cooperación: la coordinación entre los departamentos que efectúan la CTI en los distintos bancos centrales es en sí misma importante para evitar duplicidades y aprovechar sinergias.
- Utilización de nuevas tecnologías: incorporación de avances tecnológicos en todas las facetas de la CTI.

Europa: de la cooperación hacia la integración

Como todos ustedes saben, el proyecto europeo se encuentra en un momento crítico. Las dudas sobre la moneda única y el entramado institucional que lo sustentan han puesto de manifiesto la necesidad de avanzar hacia una mayor integración, en otras palabras, hacia “más Europa”.

Hace más de un decenio, en 1999, arrancó la Unión Monetaria Europea, con la adopción del euro como moneda única, una política monetaria única y el BCE como institución central. Culminó entonces un proceso que se había iniciado en 1979 con el antecedente del Sistema

Monetario Europeo, que supuso un salto fundamental para la estabilización de los tipos de cambio de los países miembro, condición necesaria para la Unión Monetaria.

Como es sabido, la crisis económica y financiera de 2007-2008 puso de manifiesto las carencias en el marco de construcción europea, en múltiples frentes, en particular, en el de la integración monetaria. Durante los tres últimos años se ha avanzado en suplir algunas de esas carencias, sobre todo en el ámbito de la vigilancia macroeconómica y la gestión de crisis, con el establecimiento de *esquemas de supervisión reforzada* y la activación de *mecanismos europeos para dar apoyo financiero a los países en crisis*, que en la mayor parte de los casos se han usado en el marco de programas de ajuste cofinanciados por el FMI.

Sin embargo, estos mecanismos resultan insuficientes si no se enmarcan en un proyecto de integración más claro en el largo plazo. Los acuerdos alcanzados por los líderes europeos el pasado mes de junio reflejan el compromiso hacia una mayor integración que, potencialmente, debería abarcar cuatro ámbitos fundamentales: financiero, fiscal, económico y político. Dentro de la integración en el plano financiero, el paso más inmediato es la creación de una unión bancaria, en la se pueden distinguir cinco bloques: una regulación común, un sistema integrado de supervisión, un fondo de garantía de depósitos único, un marco de resolución y medidas públicas de apoyo. Los pasos más inmediatos de avance se van a centrar en la segunda de estas áreas: la creación de un sistema integrado de supervisión bancaria.

Antes de entrar en las discusiones actuales, es importante recordar que la colaboración entre supervisores bancarios cuenta con una larga historia en la Unión Europea, que se remonta a la creación del Groupe de Contact, en 1972, como un foro para intercambiar información y compartir experiencias. Un hito fundamental en esta cooperación fue la creación del Comité Europeo de Supervisores Bancarios (CEBS), en 2004, un grupo centrado principalmente en promover una mayor coherencia en los enfoques supervisores y mejorar la coordinación de la supervisión de los grupos bancarios europeos.

La crisis financiera internacional de 2007-2008 aceleró la necesidad de reformar la supervisión en Europa, entrando en vigor a comienzos de 2011 un nuevo marco conocido como Sistema Europeo de Supervisión Financiera. Este marco se estructura en dos pilares: microprudencial y macroprudencial.

El pilar microprudencial combina la responsabilidad de la supervisión directa de las entidades individuales, que continúa recayendo en las autoridades nacionales, con tareas específicas en el ámbito europeo para mejorar la calidad y consistencia de la supervisión, fortalecer la supervisión de los grupos transfronterizos y establecer un conjunto de normas único aplicable a todas las instituciones financieras. Para llevar a cabo estas tareas se crearon tres autoridades europeas, una para cada sector –bancario, mercados de valores y seguros–, en las que están representados los 27 supervisores nacionales y a las que se otorgaron poderes específicos.

En sus casi dos años de funcionamiento, la Autoridad Bancaria Europea (EBA por sus siglas en inglés) ha realizado importantes trabajos, entre los que destacan la realización de dos pruebas de resistencia y de un ejercicio de recapitalización de las entidades más importantes de la Unión Europea, cuyos resultados preliminares han sido publicados recientemente.

Por otra parte, se creó la Junta Europea de Riesgo Sistémico (más conocida por su sigla en inglés, ESRB) y que constituye el denominado pilar macroprudencial del Sistema Europeo de Supervisión Financiera. La misión del ESRB es prevenir o mitigar los *riesgos de carácter sistémico que puedan amenazar la estabilidad financiera de la Unión Europea*. Para ello, en su estructura se ha dado cabida a todas las instituciones que pueden aportar información y experiencia relevantes, incluyendo a los miembros del sistema europeo de bancos centrales, así como a las autoridades de supervisión, tanto nacionales como europeas. Las principales tareas del ESRB consisten en identificar y priorizar los riesgos para la estabilidad financiera en la Unión Europea y, cuando dichos riesgos se consideren relevantes, emitir avisos o recomendaciones dirigidos a las autoridades competentes para abordarlos.

Dada la falta de precedentes en la política macroprudencial, y al contrario de lo que ocurre con las nuevas autoridades microprudenciales europeas, el ESRB no sustituye ni refuerza mecanismos de coordinación previamente existentes, sino que ocupa un lugar nuevo en el marco de la supervisión en Europa. En este sentido, cabe señalar, además, que el ESRB ha empezado a funcionar antes de que la mayoría de los estados miembro establezcan plenamente sus marcos nacionales de política macroprudencial.

Aunque la entrada en vigor de esta reforma de la estructura supervisora de la Unión Europea, a principios de 2011, ha supuesto un avance importante, el hecho de que las principales responsabilidades se mantengan en el ámbito nacional la hace insuficiente para dar la credibilidad necesaria a la estructura institucional de la Unión Monetaria en el contexto de crisis sin precedente que atraviesa. Ello ha llevado a poner en marcha el proceso de integración de la supervisión, que, como ya he mencionado, constituye una de las áreas de la denominada unión bancaria, específicamente en el ámbito de la UEM (aunque abierto eventualmente a otros miembros de la Unión Europea).

Para ello, la Comisión Europea elaborará y presentará propuestas viables para crear un mecanismo de supervisión único, que el Consejo deberá considerar antes de finales de año. La idea básica consiste en la transferencia de ciertas competencias supervisoras al Banco Central Europeo, según lo previsto en el propio tratado de funcionamiento de la Unión Europea. Al día de hoy, esta es la principal línea de trabajo que se está desarrollando.


La propuesta final tendrá que abordar múltiples aspectos todavía abiertos: ¿qué países participarán: los de la Unión Europea o los de la Unión Monetaria Europea?, ¿qué entidades se verán afectadas, todas o sólo las sistémicas?, ¿qué papel desempeñarán los supervisores nacionales y el resto de supervisores europeos?, por mencionar algunos de ellos. Todos estos temas se están analizando y hasta que no tengamos una propuesta formal será difícil entrar en más detalle. Pero lo que sí puedo adelantarles es que todas las instituciones europeas (BCE, Consejo y Comisión) y nacionales, incluido el Banco de España,

están trabajando para que el supervisor bancario único sea una realidad lo antes posible. El presidente del BCE ya ha señalado que en la medida en que esta institución esté involucrada en el supervisor único, como se ha anunciado, deberá ser capaz de realizar estas nuevas tareas de forma rigurosa e independiente; además deberá hacerlo de forma claramente separada de las funciones y responsabilidades que tiene asignadas en materia de política monetaria; y también ha reconocido que las nuevas tareas implican un nivel más elevado de responsabilidad democrática.

Algunas conclusiones

La cooperación se ha convertido en un instrumento esencial de transmisión de conocimientos y experiencias entre bancos centrales, de cohesión interinstitucional e interpersonal, y de aprovechamiento de sinergias. En definitiva, cooperamos porque compartimos intereses y sobre todo porque todos nos beneficiamos de esta colaboración mutua: estamos por tanto ante un juego de suma positiva.

Debemos adaptarnos a un nuevo entorno de crecientes interrelaciones económicas y será necesario poner en marcha estructuras capaces de atender la proliferación de actividades de cooperación internacional en sentido amplio. En este sentido, creo que la cooperación será cada vez más institucionalizada, más multilateral y más global, y con un ámbito institucional y temático más amplio.

Cuando de la cooperación se pasa a la integración, Europa nos enseña la importancia de construir marcos institucionales completos; no es posible quedarse a medias en el camino de la integración. 

Se imprimieron 500 ejemplares en Pixel Arte, Bolívar 181-A,
colonia Obrera, México D. F., México 03440.

MMXIII

El Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA) celebró el 19 y 20 de julio de 2012 una Conferencia en conmemoración del 60° aniversario de su fundación, con el título “La cooperación entre bancos centrales a principios del siglo XXI”. Esta Conferencia reunió en la ciudad de México a diversas autoridades de las instituciones asociadas y colaboradoras del Centro, así como a representantes de otros bancos centrales, de organismos internacionales e invitados especiales.

Las presentaciones abarcaron un panorama integral del tema, incluyendo tanto un enfoque histórico y teórico, como la perspectiva de los retos que la crisis financiera reciente plantea a las autoridades de los bancos centrales en diferentes países y regiones. Así, sobre la base de la rica experiencia en banca central de los expositores, durante la Conferencia se debatió ampliamente acerca de diversos aspectos de la cooperación entre bancos centrales. Los trabajos presentados están recopilados en este libro.

El CEMLA espera que la publicación de las presentaciones realizadas en la Conferencia sea de utilidad para personal de la banca central, investigadores y todos aquellos interesados en esta materia, y que contribuya al debate y desarrollo de los temas expuestos.

www.cemla.org

ISBN: 978-607-7734-52-9

