

CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS

BOLETÍN

VOLUMEN LIII, NÚMERO 2

ABRIL-JUNIO DE 2007

CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS

ASAMBLEA

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

JUNTA DE GOBIERNO, 2007-2009

Presidente: Banco Central de Reserva del Perú

Miembros: Banco Central de la República Argentina; Banco Central de Brasil; Banco Central de Honduras; Banco de Jamaica; Banco de México (permanente); y Banco Central de Venezuela.

AUDITORÍA EXTERNA

Banco de México

PERSONAL DIRECTIVO

Director General
Kenneth Coates

Subdirector General
José-Linaldo Gomes de Aguiar

Coordinadora Institucional de Capacitación
Jimena Carretero Gordon

Coordinador Institucional de Programas y Reuniones Técnicas de Banca Central
Fernando Sánchez Cuadros

Coordinadora Institucional de Servicios de Información (a. i.)
Ana-Laura Sibaja Jiménez

Coordinador Institucional de Administración y Finanzas
Javier Granguillhome Morfin

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

CEMLA BOLETÍN

ÍNDICE

- 47 **Nota editorial**
- 49 **Un enfoque estratégico para la nueva banca central**
Kenneth Coates
- 56 **Comunicando una senda de política: ¿la próxima frontera en la transparencia del banco central?**
George A. Kahn
- 71 **Banca central y regulación bancaria: ¿dónde estamos?**
José Antonio Alepuz
- 77 **Una propuesta para la medición, seguimiento y regulación del riesgo de liquidez en Colombia**
Juanita González Uribe
Daniel Esteban Osorio Rodríguez
- 83 **El creciente fenómeno de las remesadoras de fondos: su regulación en Argentina**
Adriana Castán
- 90 **Autoridades de los bancos centrales de América Latina y el Caribe, así como de otras instituciones colaboradoras del CEMLA**
- 94 **Actividades del CEMLA durante marzo-mayo de 2007**

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

VOLUMEN LIII

NÚMERO 2

ABRIL-JUNIO DE 2007

Nota editorial

Los bancos centrales como entidades de carácter público deben ser transparentes en sus fines y sus acciones. Por ello, los bancos centrales se preocupan por ejercer sus funciones de la mejor manera, de rendir cuentas y crear confianza en el público; lo que resulta tanto de la profesionalización de sus funcionarios como de la planeación estratégica. Además, en esta búsqueda también se preocupan por entender, estimar y explicar mejor el entorno económico, y de la misma forma que están aplicando modernas técnicas de administración para que su función sea más eficiente, están aplicando técnicas econométricas más avanzadas para mejorar sus pronósticos y ser más efectivos en la conducción de la política monetaria. Sumado a esto, la comunicación con el público ha crecido, lo que facilita el apoyo para el cumplimiento de sus funciones.

En el artículo Un enfoque estratégico para la nueva banca central, Kenneth Coates, director general de CEMLA, expone cómo ha cambiado la banca central en los últimos 25 años y cómo el buen gobierno de los bancos centrales de la región, así como una mejor relación con la sociedad facilitó que nuestras economías dejaran atrás las crisis inflacionarias y la debacle de los regímenes cambiarios. Sin embargo, este cambio no es gratis y no necesariamente es inmutable. Los bancos centrales deben comprometerse con la transparencia y la rendición de cuentas, pero además, deben fortalecer su institucionalidad a través de un enfoque estratégico, el cual reside en dos niveles, la sociedad y el propio banco central. Sólo así, los logros alcanzados podrán ser duraderos y cada vez más profundos.

Seguidamente, George Kahn, vicepresidente y economista del Banco Federal de Reserva de Kansas City, cuestiona si la comunicación de una senda de política monetaria es el próximo paso en el ejercicio de la transparencia por parte de los bancos centrales. Antes comenta qué es una senda de política, cómo se construye, sus ventajas y desventajas. Clarificado este contexto, nos comenta cómo algunos bancos centrales comunican al público la política monetaria y como sólo unos pocos han llegado a declarar públicamente y en forma detallada aspectos más específicos de la política cómo es la senda de la tasa de interés de la política, valores numéricos para variables meta e

incluso valoraciones cualitativas que guíen al público a no sólo conocer, sino comprender cual es el objetivo monetario del banco central y cómo espera alcanzarlo. Si bien el debate acerca de cuánto debe comunicarse y cómo debe hacerse continúa, sin duda, como indica Kahn, la formulación y la comunicación de tal senda, parece ser para varios economistas el siguiente paso en el ejercicio de la transparencia para los bancos centrales.

José Antonio Alepuz, secretario general del Banco de España, en su ponencia Banca central y la regulación bancaria: ¿dónde estamos?, comenta acerca de cómo debe abordarse el marco regulatorio bancario y de qué forma esto se relaciona con el banco central. Dentro de su ponencia nos clarifica por qué se debe regular la actividad bancaria privada, y como no es exactamente el interés público la causa primordial, al menos no el fundamento legal subyacente de la regulación, sino la capacidad de la banca privada de crear dinero secundario. Lo cual a su vez, también fundamenta desde la perspectiva legal la existencia de los bancos centrales.

Los funcionarios del Banco de la República, de Colombia, Juanita González y Daniel Esteban Osorio, nos exponen una propuesta para medir, seguir y regular el riesgo de liquidez en su país. En este artículo especifican una definición del riesgo de liquidez antes de comentar cuál es el marco regulatorio actual de este riesgo y qué metodologías están en funcionamiento. A partir de esto presentan su propuesta y la contrastan con las metodologías actuales. Adicionalmente recomiendan la divulgación apropiada de información relacionada con la situación financiera de las entidades junto con información acerca del IRL, pues pueden reducir el pánico financiero cuando los problemas de liquidez no implican problemas de solvencia en una entidad.

Finalmente, Adriana Castán, del Banco Central de la República Argentina, en su ponencia El creciente fenómeno de las remesadoras de fondos: su regulación en Argentina, nos expone justamente cuál ha sido el tratamiento hacia las empresas no financieras que trasladan dinero ya sea en efectivo, es decir físicamente, o por medio de instrumentos de pago diferentes del efectivo sean en papel (cheques, instrumentos financieros, etc.) o por medios electrónicos (transferencias internacionales) en la legislación argentina. Para ello nos describe el sistema legislativo argentino y cuáles son los obstáculos para regular estos operadores del mercado de remesas, especialmente ante el contexto cambiario y la oportunidad de utilizar las remesas para fines ilícitos. Su ponencia se completa con el proyecto normativo presentado por el BCRA para lograr la regulación apropiada de las empresas transportadoras de dinero.

Los invitamos a leer estos artículos producidos por autores reconocidos acerca de temas de amplio interés en la banca central. Además incluimos la lista actualizada de las Autoridades de los bancos centrales de América Latina y el Caribe, así como de otras instituciones colaboradoras del CEMLA. Al final encontrarán un resumen de las actividades realizadas por CEMLA en los últimos meses.

Un enfoque estratégico para la nueva banca central*

Kenneth Coates

La banca central ha estado tradicionalmente envuelta por una mística particular... Se atribuye naturalmente a la gestión del banco central la posesión de sabiduría, perspicacia y conocimientos relevantes... Esta mística se nutre de una impresión generalizada que la banca central es un arte esotérico, cuyo acceso y ejecución apropiada está limitada a una élite de iniciados. A su vez la naturaleza esotérica del arte se ve revelada por una imposibilidad inherente de articular sus percepciones en palabras y frases explícitas y comprensibles.

Karl Brunner (1981)

I. Introducción

La banca central ha cambiado mucho en el mundo y en la región en los veinticinco años que han pasado desde que Brunner escribió esta cita que caricaturizaba la visión popular de la autoridad monetaria en aquellos tiempos. Pero el cambio no fue impulsado por el deseo de la sociedad de acceder a una mayor comprensión de la política monetaria. El impulso detrás de este proceso fue el fracaso de la vieja banca central en cumplir con su cometido básico de proporcionar a la sociedad y a la economía una moneda sana. Luego el efecto demostración de los primeros éxitos en materia de metas de inflación, y los cambios institucionales asociados, hicieron el resto.

En los años ochenta la inflación alcanzó guarismos de dos dígitos en los países industrializados, mientras que en nuestra región ya desde la década de los cincuenta se habían visto inflaciones anuales superiores a los tres dígitos. Sin embargo, el golpe de gracia fue la reiterada y estrepitosa caída de los regímenes de tipo de cambio fijo en el *fin de siècle*.

Claro que no se puede asignar toda la culpa al banco central, que era una pieza más en la estructura de los sectores políticos, el estado y el gobierno. Por ello la nueva banca central que surge de este proceso no sólo atraviesa cambios internos, sino que se transforma el marco de la forma en que se relaciona con la sociedad en sus distintos esta-

mentos. Es la sociedad, a través de sus órganos de decisión establecidos, quien lidera el proceso de transformación.

Como consecuencia, la banca central hoy vive una nueva realidad con mandatos más precisos de la sociedad, con mayor independencia política, con mayor autonomía operativa y, en especial, con mayor prescindencia de la gestión fiscal. A cambio de ello la sociedad le exige mayor transparencia y una rendición de cuentas más detallada, tanto en los aspectos operativos de su política monetaria como en sus procedimientos administrativos internos.

Los resultados de esta transición han sido muy promisorios; en nuestra región hasta pueden llamarse espectaculares, aun cuando debemos reconocer que en los últimos años el contexto general de política macroeconómica se ha visto beneficiado por un entorno mundial muy favorable. Pero no debemos perder de vista que, si bien el impacto positivo de corto plazo ha sido la caída de la inflación, en nuestros países especialmente el resultado duradero ha sido un cambio de institucionalidad.

Ello es muy importante a la hora de elaborar una visión estratégica que permita preservar los logros asociados a la nueva banca central. Porque a la vez que los buenos resultados en la política monetaria contribuirán a fortalecer y preservar la nueva institucionalidad, ésta es la que facilita el logro de aquellos. Y como sabemos que los buenos resultados no perduran para siempre, la visión estratégica de la nueva banca central debe abarcar más que la política monetaria, hasta abarcar y proteger su entorno institucional.

* Publica el CEMLA la conferencia dictada por K. Coates, Director General, en el Banco de Guatemala, el 12 de junio de 2007.

II. La nueva institucionalidad y el buen gobierno corporativo

En el CEMLA, que es la asociación regional de los bancos centrales, hemos sido observadores privilegiados de los espectaculares progresos en política monetaria en toda la región durante la última década, que han reducido la inflación a un dígito y suministrado un telón de fondo de estabilidad macroeconómica tan necesario (si bien no suficiente) para la inversión y el crecimiento.

En este contexto compartimos la visión de que una de las razones principales de este comportamiento han sido los mejores arreglos de buen gobierno corporativo encarados en los años noventa como paso necesario para fortalecer la credibilidad de los bancos centrales y permitirles implementar políticas que en gran medida dependen de la percepción pública de su compromiso y capacidad para lograr la estabilidad de precios.

Un trabajo reciente de Agustín Carstens y Luis Jácome¹ en el FMI ha analizado en detalle estas reformas y hasta ha creado un índice para clasificar a los distintos países de la región. Sin embargo, aquí nos concentraremos en los aspectos generales más que específicos de esta evolución regional hacia la autonomía de la banca central. En general existen varias medidas que pueden emplearse para medir el progreso hacia la autonomía, como las siguientes:

- Los nuevos procedimientos para la designación y remoción de gobernadores e integrantes de los directorios han tendido a eliminar la potestad discrecional del poder ejecutivo y establecer mecanismos de aprobación parlamentaria. Además, en muchos países los gobernadores e integrantes del directorio son designados por períodos no concurrentes o escalonados con los del poder ejecutivo del gobierno.
- Las cartas orgánicas de los bancos centrales han sido modificadas, a veces hasta en el nivel constitucional, para reafirmar su mandato primario para la estabilidad de precios. Esto los ha liberado de la ambigüedad de objetivos secundarios que en algunas circunstancias pueden entrar en conflicto con el objetivo principal de contener la inflación.
- Al nivel operativo los bancos centrales han sido provistos de los instrumentos y herramientas para implementar una política monetaria o cambiaria autónoma.

¹ Carstens y Jácome (2005), *Latin American Central Bank Reform: Progress and Challenges*, FMI (Working Paper, n° 05/114).

- En muchos casos se han introducido cláusulas específicas que prohíben o limitan severamente el crédito al gobierno y a la banca comercial.
- Los requisitos de una rendición de cuentas más profunda ante los poderes ejecutivo y legislativo, así como mayores exigencias de transparencia, no son más que el reflejo de su mayor autonomía.

Cuadro 1

INDICADORES DE LA AUTONOMÍA DE BANCOS CENTRALES EN AMÉRICA LATINA^a

| <i>Cumple con criterio de independencia de banco central</i> | <i>Sí</i> | <i>No</i> |
|---|-----------|-----------|
| Se establece la estabilidad de precios como mandato único o principal | 8 | 7 |
| Los períodos del Directorio son más largos o se escalonan con el Ejecutivo | 8 | 7 |
| No existe representación del poder ejecutivo ni sector privado en el Directorio | 9 | 6 |
| Designación o confirmación parlamentaria para miembros del Directorio | 10 | 5 |
| Directorio está protegido ante remoción discrecional | 8 | 7 |
| Restricciones sobre el crédito a los sectores público y bancario | 9 | 6 |
| Sin restricciones al empleo de herramientas de política monetaria y cambiaria | 11 | 4 |
| Apoyo obligatorio o discrecional del Gobierno al balance financiero del Banco Central | 10 | 5 |

FUENTE: Elaboración propia con base en Carstens y Jácome (2005).

^a Comprende a todos los países latinoamericanos menos Cuba, Ecuador, El Salvador y Panamá.

Lo que todas estas medidas tienen en común es que representan mejoras institucionales al marco político y de mercado en el cual deben desempeñarse los bancos centrales. Y la ventaja de la institucionalidad es que implica un grado más fuerte de permanencia que las mejoras transitorias provenientes de condiciones favorables del mercado, un alivio en la dominancia fiscal o la presencia de ejecutores sobresalientes.

Dentro de la región las reformas comenzaron en Chile (1989), Colombia (1991), Argentina y Venezuela (1992), Perú (1993) y México (1994). Brasil y Uruguay aún tienen proyectos legislativos en trámite. Pero no hay que confundir la autonomía *de jure* con la *de facto*. En la práctica ha habido retrocesos en algunos países donde en teoría la independencia está garantizada, y en otros donde el marco legal aún no se ha definido el banco central goza de autonomía plena para el ejercicio de sus funciones.

Las reformas fueron difíciles de aprobar, pero han producido buenos resultados y no serán derogadas fácilmente. Pero a nadie escapa que, si bien la institucionalidad en todas sus manifestaciones ha sido fortalecida en la región en las últimas décadas, en algunas partes aún es débil y está sujeta a presiones. Por ello, todo enfoque estratégico de la nueva banca central debe incluir la defensa de su institucionalidad.

III. Una visión estratégica

Si por estrategia entendemos un plan de largo plazo para el logro de objetivos, en primer lugar debemos identificar cuáles y de quiénes son esos objetivos. Entonces, si nos preguntamos dónde reside la visión estratégica de la banca central, existen respuestas en dos niveles.

En un primer nivel, la sociedad, a través de sus órganos representativos de gobierno, aprueba la carta orgánica de un banco central con sus respectivos mandatos, y a la vez establece el grado de autonomía a otorgarle y los correspondientes mecanismos de transparencia y rendición de cuentas. Entre los mandatos, de menor a mayor, suelen estar: *i*) emitir la moneda nacional y velar por su valor interno y externo; *ii*) velar por la estabilidad del sistema financiero, incluyendo el sistema de pagos y otros aspectos; *iii*) promover el pleno empleo y el crecimiento económico; y *iv*) funcionar como agente financiero del estado. La sociedad acuerda que estos objetivos son deseables, y como estrategia para lograrlos le otorga al banco central las atribuciones del caso, a la vez que le impone los controles necesarios. Ello constituye una visión estratégica de la sociedad.

Pero a nivel del propio banco central también debe haber una visión estratégica: esta visión debe abarcar dos aspectos diferentes: cómo cumplir con los objetivos que la sociedad le ha encomendado, asumiéndolos como propios, y cómo defender la institucionalidad que la sociedad le ha otorgado para cumplir con esos objetivos. El primer elemento se refiere principalmente a la política monetaria y demás aspectos técnicos vinculados a los mandatos otorgados por la sociedad. No será el enfoque de aquí en más, salvo reiterar que, aunque la nueva institucionalidad es esencial para la instrumentación exitosa de un régimen de metas de inflación, no excluye políticas alternativas basadas en los agregados monetarios o el tipo de cambio. Lo crucial es la ausencia de dominancia fiscal, entendiéndose por ésta una política monetaria o cambiaria condicionada por un alto déficit fiscal.

El segundo elemento es más difuso y de alguna forma más innovador, ya que nos adentra en un área de relativamente reciente evolución dentro de las actividades de la banca central, que aún está buscando definirse y encontrar su verdadera dimensión. Y sin duda es una dimensión importante, ya que abarca la visión global de la institución y la forma en que se relaciona con la sociedad. Su objetivo es nada menos que tratar de mantener las decisiones técnicas aisladas de las presiones políticas. Y para ello es importante no exponer flancos vulnerables o criticables a la opinión pública, que debiliten la imagen del banco. El banco debe cumplir su pacto con la sociedad, y para lograrlo deberá asumir como principios operativos la transparencia y credibilidad, tanto en la instrumentación de la política monetaria como en la rendición pública de sus cuentas y procedimientos. En estos esfuerzos sobresalen dos actividades fundamentales que se han potenciado en el contexto de la nueva banca central: se trata de la comunicación y la planificación estratégica. Veremos estos principios y actividades uno por uno.

IV. Credibilidad del banco central

La credibilidad consiste en decir lo que uno piensa, y actuar en consecuencia. Dada la importancia que tienen las expectativas del mercado en la instrumentación de cualquier política monetaria o cambiaria, es fundamental que el banco central como ejecutor de políticas goce de credibilidad ante el público. La gente tiene que confiar en que el banco central actuará de forma consistente con sus políticas anunciadas y con los resultados de sus análisis.

Pero la credibilidad no es sólo honestidad intelectual, sino también solvencia profesional. Las medidas de política monetaria del banco central deberán tener un impacto predecible. La gente debe confiar en que el banco domina las relaciones causa-efecto dentro de su ámbito de acción. A nadie le gustan las sorpresas ni la incertidumbre en el plano económico y financiero. El banco tiene que ser visto como garante de la estabilidad.

Además la credibilidad implica presentar un frente unido ante la opinión pública, con todo el apoyo del personal técnico involucrado. El banco deberá presentar un criterio técnico independiente y un consenso interno en sus objetivos. Nada conspira tanto contra la credibilidad como la expresión de opiniones disonantes en los órganos de conducción y cuadros técnicos de la institución, o la impresión de que los criterios técnicos son impuestos desde afuera del banco.

Asimismo, la credibilidad requiere de un buen historial de cumplimiento. Esto se refiere tanto al aspecto técnico-operativo (por ejemplo, mantener la inflación cercana a las metas anunciadas) como a la transparencia y la rendición de cuentas. La gente tiene que confiar en que el banco observará siempre las reglas del juego a las cuales está sometido.

V. Transparencia del banco central

La transparencia es ante todo, dejar entrever los reales motivos de una acción o decisión. Requiere compartir con el público todos los elementos de juicio que llevaron a la decisión de actuar, incluyendo todos los datos e información pertinentes (transparencia económica). Un ejemplo típico es la divulgación de un comunicado de prensa que explica los motivos de las decisiones de política monetaria adoptadas por el cuerpo responsable, así como la posterior publicación de las minutas de sus deliberaciones.

El público deberá conocer y compartir los objetivos del banco (transparencia política) y saber cómo se toman las decisiones dentro del banco (transparencia de procedimientos). El anuncio de las decisiones deberá ser oportuno y bien explicado, incluyendo una indicación de los posibles próximos pasos en función de los datos hoy disponibles. A su vez deberá haber un claro vínculo entre las decisiones tomadas y el posterior accionar del banco en los mercados (transparencia operativa).

VI. Rendición de cuentas

Cuanto más autonomía se le otorga a un agente (en este caso, el banco central), mayor la obligación de rendir cuentas ante quien la otorga (la sociedad). Quienes carecen de independencia nada tienen que rendir, ya que simplemente siguen órdenes.

Pero la autonomía no es sinónimo de eficiencia. Bien puede ser que las autoridades del banco no puedan cumplir con sus metas de inflación u otros objetivos y deban entonces explicar el porqué de su fracaso. Debe haber un mecanismo para destituir a funcionarios incompetentes y mantener la credibilidad de la institución.

¿Ante quienes rinde cuentas el banco central? Dependiendo de la estructura institucional del caso, puede ser al Parlamento, al Ministerio de Economía o ante el público general. En los casos donde el Directorio se integra con representantes cor-

porativos de sectores del gobierno o del sector privado, se puede hasta rendir cuentas ante el propio Directorio.

La rendición de cuentas puede referirse a los resultados operativos (nivel de inflación, solidez del sistema bancario, etc.) o a los financieros (balance, estado de resultados, etc.). En este último caso existen órganos especializados del estado (tribunal de cuentas) para analizarlos. También, dado el caso, deberá rendir cuentas acerca de sus procesos administrativos internos.

VII. Comunicación institucional

Para que la sociedad perciba que el banco central está actuando con credibilidad y transparencia, y rindiendo cuentas acertadamente ante ella, es indispensable tener una política de comunicación institucional. No alcanza con que el banco cumpla en silencio su parte del pacto: para que la sociedad esté convencida que la institucionalidad otorgada al banco central se justifica, se tiene que utilizar la comunicación como herramienta activa para difundir el mensaje.

En el pasado, como lo ilustra la cita de Brunner, la banca central se caracterizaba por mantener un perfil bajo, utilizar un lenguaje técnico impenetrable en sus comunicaciones y aspirar a que sus acciones fueran impredecibles. Hoy todo ha cambiado. Se busca una comunicación fluida con todos los estamentos sociales, políticos y del mercado.

El lenguaje debe adaptarse a los distintos públicos a los cuales se dirige el banco. El objetivo es que todos entiendan cómo, porqué y con base en qué información actúa el banco, y que no se sorprendan cuando lo haga. Como se ha mencionado, es importante ser predecible y, en la medida de lo posible, dar certidumbre a los mercados.

¿Qué debe comunicar un banco central? En primer lugar el banco debe comunicar acerca de su política monetaria y sus intervenciones con relación a la estabilidad del sistema financiero. Debe explicar el contexto de tales políticas, asegurarse de que sus acciones y posiciones son comprendidas, y suministrar información fidedigna acerca de los hechos. El banco también debe comunicar sus mandatos para luchar contra la inflación, preservar la estabilidad financiera, regular (y si fuera del caso, supervisar) al sistema bancario, intentando construir un consenso social que apoye su institucionalidad. Por último, para mantener su credibilidad y transparencia, el banco debe comunicar cualquier aspecto administrativo de interés general, así como cualquier hecho fuera de lo normal.

¿Con quiénes debe comunicarse un banco central? En primer lugar con los mercados financieros, la banca comercial, los empresarios, los gremios y los sindicatos, o sea todos aquellos cuyas decisiones puedan impactar directamente en la economía. También con los partidos políticos, el parlamento, las ONG y organizaciones religiosas, o sea quienes tienen una fuerte llegada e influencia sobre sus integrantes y seguidores. Debe haber canales directos de comunicación con las universidades y escuelas, los académicos y estudiantes, o sea quienes constituyen una opinión pública especializada o en formación. También con profesionales, consultores, analistas financieros y calificadoras de riesgo, tratándose de individuos o empresas que generan sus ingresos de la información económica y financiera que en muchos casos elabora el propio banco, y que transmiten opiniones a sus clientes. Sin que implique orden de importancia, sino todo lo contrario, el banco central deberá tener fuertes vínculos con los medios de comunicación (prensa, radio, televisión, revistas especializadas) que son fundamentales por su papel intermediario en la formación de imagen de la institución. Por último debe haber comunicación con el público en general, especialmente en relación con anuncios de interés público vinculados con su calidad de usuario de servicios monetarios y financieros.

El principio rector de la comunicación del banco central debe ser que mientras mejor sea entendida la política monetaria por parte del público, más efectiva será esta. Esto reconoce el importante papel de las expectativas en convalidar y retroalimentar una política monetaria exitosa.

La comunicación deberá ser proactiva, dirigida a un amplio espectro social, en distintos lenguajes (en sentido tanto literal como figurado) pero siempre con un mismo mensaje. Debe haber una estrategia integral y articulada de comunicación, formulada por expertos en la materia. También debe constituir un proceso sistemático dirigido a explicar las políticas del banco y las acciones derivadas de ellas. No alcanza con suministrar datos; el banco debe además proveer interpretaciones.

El objetivo central de la comunicación debe ser construir un auténtico consenso social en contra de la inflación y de las prácticas que llevan a ella. A ojos de la opinión pública el banco central debe figurar como el paladín de la estabilidad de precios, protegiendo así a los intereses de la gran mayoría en la sociedad. Solo así, creando un espacio en la opinión pública y electoral que valore la estabilidad de precios, se afirmará la institucionalidad que se le ha otorgado a la autoridad monetaria.

VIII. La planificación estratégica y el control de banca central

Toda vez asumida una visión estratégica del propio banco central, basada en los elementos ya señalados de: *i)* buen gobierno corporativo; *ii)* el cumplimiento de los objetivos técnicos; *iii)* la credibilidad, transparencia y rendición de cuentas, y *iv)* una efectiva comunicación institucional, será necesaria una función de planificación y control para asegurar que la visión sea implementada. La función en sí no es nueva –siempre ha habido necesidad de actividades de planificación y control– pero estamos en una etapa donde estas funciones se están sistematizando y van adquiriendo un mayor relieve en función de la propia evolución del banco central dentro del ordenamiento jurídico-económico de la sociedad.

La visión estratégica del banco central debe residir en primera instancia en su Junta de Gobierno (Directorio, Consejo, etc.), que deberá fijar sus objetivos estratégicos y adoptar un plan operativo (táctico) para cumplir con los mandatos que la sociedad le confiere, dentro del grado de autonomía y aislamiento de los vaivenes políticos que la misma sociedad le otorga. Pero todos sabemos que las Juntas tienen muchas más responsabilidades y deben con frecuencia concentrar sus energías en aspectos cotidianos, lo que suele distraer su atención de los aspectos de mediano plazo, propiamente estratégicos. Una fórmula frecuentemente empleada para “anclar” la función de planificación estratégica en la Junta es adjudicar la responsabilidad por supervisar esta tarea a uno de sus miembros.

Para ello, debe haber un área específica dentro del banco central que pueda adoptar una visión de largo plazo del papel de la institución. Se trata de identificar los objetivos estratégicos, planificar los tiempos en que pueden lograrse y verificar que en su implementación la institución se maneja con estricto apego a sus principios operativos. Esta función de planificación estratégica y control se encuentra en plena evolución. Reflejo de ello es la diversidad de estructuras orgánicas para acomodar esta función, ya sea creando áreas nuevas y asesorías especializadas, o ubicándola en sectores tradicionales como la gerencia general, recursos humanos, etc.

El cuadro 2 ofrece un ejemplo de los objetivos estratégicos de un banco central. Es interesante notar que, de los diez objetivos enunciados, los primeros cinco se refieren a aspectos relacionados a la estabilidad (ya sea de precios o del sistema financiero), el sexto trata del crecimiento económico (para el cual se supone que la estabilidad es un requisito) y los cuatro restantes se refieren a la

imagen y al funcionamiento institucionales. O sea que los dos elementos de una visión estratégica están presentes: tanto los mandatos como los principios operativos.

Cuadro 2

OBJETIVOS ESTRATÉGICOS DEL BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

1. Mantener la tasa de inflación anual en 2.0% con un margen de un punto para arriba y para abajo.
2. Fortalecer el uso del Nuevo Sol.
3. Expandir el uso de los medios de pago electrónicos.
4. Contribuir a la estabilidad financiera y al desarrollo de los mercados de capitales.
5. Gestionar eficientemente las reservas internacionales para afrontar turbulencias financieras y cambiarias.
6. Contribuir con propuestas de política económica para fomentar el crecimiento sostenido de la economía.
7. Consolidar la imagen del BCRP a fin de lograr la identificación de la sociedad con nuestra institución y con nuestra misión.
8. Contar con procesos internos modernos, sustentados en desarrollos tecnológicos de avanzada, en los que prima la gestión integral de riesgos y la eficiencia.
9. Promover una organización y cultura institucional de excelencia, basada en la orientación al usuario, la innovación, transparencia, cooperación y cumplimiento de metas.
10. Mejorar la gestión del talento humano del Banco.

FUENTE: Misión y Visión del BCRP, Banco Central de Reserva del Perú en: [<http://www.bcrp.gob.pe/bcr/Transparencia/Mision-y-Vision-del-BCRP.html>], junio de 2007.

La función central de planificación estratégica es organizar los recursos del banco para el logro de los objetivos estratégicos. Alcanzar cada meta requiere planificación, implementación y seguimiento. El proceso debe comenzar con un análisis estratégico que contemple distintas tendencias y escenarios, tome inventario realista del punto de partida e identifique los factores necesarios para progresar. El siguiente paso es evaluar los posibles impactos de los escenarios identificados sobre la institución, determinando las actividades que deban implementarse para cumplir con su misión. Finalmente sobreviene la etapa de implementación de la actividad, con su correspondiente seguimiento. De esta forma el banco va adoptando una actitud proactiva más que reactiva, y va formando su entorno en vez de administrarlo. No basta con ver el futuro; hay que prepararse para él.

En el proceso surgen temas como el manejo de riesgos operativos, la continuidad del negocio, los cambios estructurales, etc., que incorporan necesi-

dades de visión que exceden el marco operativo, estrictamente hablando. En realidad, parece imposible delimitar el área de responsabilidad de la función de planificación estratégica, ya que por definición debe incorporar lo imprevisto (y quizás lo imprevisible) como parte de su territorio.

La función de control, en cambio, está mucho más acotada. Su responsabilidad consiste en proveer y analizar información acerca del desempeño de las distintas áreas operativas del banco, a los efectos de permitir a la conducción de la institución una mejor tarea de planificación, coordinación y gestión administrativa. La función de control no tiene responsabilidades de administración, planificación o supervisión. Prepara los datos para los tomadores de decisiones, a la vez que evalúa y comenta los planes antes de que los considere el Directorio. Similarmente establece normas, procedimientos y métodos uniformes para la institución, pero la responsabilidad de supervisar y verificar su cumplimiento corresponde a la función de auditoría interna.

IX. Conclusiones

Las últimas décadas han visto una evolución formidable de la banca central, tanto en los resultados obtenidos en el combate a la inflación como en su relación institucional con la sociedad. Ambos elementos se enlazan estrechamente, y sin duda, bajo su nueva institucionalidad la banca central se ha visto fortalecida en su capacidad de cumplir exitosamente con los mandatos que la sociedad le ha encomendado.

Para preservar estos avances, es lógico que la banca central adopte un enfoque estratégico que contenga dos componentes principales: cumplir con sus objetivos técnicos y defender su autonomía. En este segundo aspecto, es crucial manejarse dentro de los parámetros de transparencia y rendición de cuentas que la sociedad exige, de forma de ganar credibilidad e ir creando un espacio de apoyo en la opinión pública a favor de la institución y sus objetivos de estabilidad.

La comunicación institucional y la planificación estratégica son dos áreas cuya importancia ha aumentado notoriamente para esta nueva banca central. La comunicación es una herramienta fundamental para concienciar a los distintos estamentos de la sociedad de la importancia de la misión del banco central y la necesidad de conservar su independencia. A su vez la planificación estratégica es esencial para pasar del mundo de la visión de los objetivos estratégicos al mundo de las realidades operativas.

La función de planificación estratégica aún está en pleno desarrollo institucional. Su territorio está en constante expansión, porque en la medida que busca asegurar el cumplimiento de los objetivos estratégicos, se encuentra con nuevos imprevistos y potenciales riesgos que deben contemplarse. Pero

el hecho de que dentro del banco exista una función que enfoque más allá de los aspectos cotidianos, y que lo prepare para nuevas realidades y contingencias, implica una mayor probabilidad de cumplir exitosamente con sus cometidos y mantener su institucionalidad.

Comunicando una senda de política: ¿la próxima frontera en la transparencia del banco central?*

George A. Kahn

I. Introducción

En las últimas dos décadas, los bancos centrales han dado una serie de pasos para incrementar la transparencia de la política monetaria. Por ejemplo, la mayoría de los bancos centrales suministran ahora informes sobre acontecimientos económicos recientes, su posición acerca de la política monetaria, y el panorama que ofrecen la inflación y otras variables meta. Además, cierto número de bancos centrales han adoptado metas numéricas explícitas de inflación.

Actualmente, muchos economistas están sugiriendo formas para incrementar aun más la transparencia, y los banqueros centrales están considerando ir más lejos. Un campo de considerable interés es la perspectiva de la senda de la tasa de política monetaria futura. La tasa de política monetaria es la tasa de interés a corto plazo, típicamente *overnight* que usan los bancos centrales para ajustar su posición de política monetaria. En tanto que los bancos centrales suelen anunciar cambios en su tasa de política monetaria cuando ocurren, muy pocos bancos centrales proporcionan una descripción explícita acerca del nivel en que probablemente van a situar la tasa de interés de política monetaria en el futuro.

Sin embargo, esta información es claramente de valor para los mercados financieros. Los participantes en el mercado financiero quieren conocer la senda que va a seguir la política, de modo que puedan fijar apropiadamente el precio de los acti-

vos a largo plazo, tales como pagarés y bonos gubernamentales, que dependen en parte de las tasas a corto plazo futuras. Además, la especulación sobre las perspectivas de la tasa de política monetaria es materia de primera necesidad para la prensa financiera, y los mercados de futuros se han desarrollado para permitir a los inversionistas cubrirse de riesgos o especular acerca de los movimientos futuros de política. Más información acerca de la senda de política podría hacer que estos mercados fueran más eficientes y reducir la volatilidad de los precios de los activos.

Este artículo contempla las prácticas actuales de la banca central e identifica algunas de las cuestiones conceptuales y prácticas, que pueden limitar la capacidad y voluntad de los bancos centrales de proporcionar más información sobre su senda de política a los mercados financieros. La segunda sección del artículo define la senda de política y describe enfoques alternativos para construir la senda. La tercera sección expone los pros y los contras de formular una senda de política y comunicárselo al público. La cuarta sección revisa las prácticas actuales en ciertos bancos centrales. La quinta sección identifica cierto número de cuestiones prácticas que convierten el suministro de tal información en un desafío. Finalmente, en la sexta sección se mencionan las conclusiones.

II. ¿Cuál es la senda de política y cómo se construye?

Hoy en día, la mayoría de los bancos centrales conduce su política monetaria ejerciendo un control sobre la tasa de política monetaria, tasa de interés a corto plazo, como es la tasa *overnight* de fondos federales. Este control sobre la tasa de política monetaria otorga al banco central una considerable

* Traduce y publica el CEMLA, con la debida autorización, el trabajo de G. A. Kahn, vicepresidente y economista del Banco Federal de Reserva de Kansas City. Alice Chiu, investigadora asociada en el banco, ayudó a preparar este estudio. El artículo está en la dirección electrónica del banco (www.kansascityfed.org). El CEMLA no se hace responsable de la exactitud de la traducción.

influencia sobre las tasas de interés a corto plazo en el mercado. Asimismo, los bancos centrales buscan influir en las tasas de interés a largo plazo, influyendo sobre las expectativas del mercado, acerca de la posición de la política monetaria futura. Hacen esto dando a conocer información al público acerca de sus objetivos a largo plazo, sus previsiones sobre la actividad económica y la inflación y, en grado diverso, su evaluación del curso futuro de la tasa de política monetaria. Los participantes en el mercado financiero, a su vez, usan esta información para fijar los precios de los activos financieros, tales como los títulos de la Tesorería.

Aunque la mayoría de los bancos se esfuerzan por influir en las expectativas del mercado sobre el curso futuro de la política monetaria, hasta la fecha, son muy pocos los bancos que formulan o comunican la senda explícita de la tasa de política. De hecho, el concepto de senda de política es relativamente nuevo. Esta sección describe qué es la senda de política y cómo puede ser construida.

1) *¿Qué es una senda de política?*

Una senda de política es la secuencia de los escenarios actuales y futuros de la tasa de política monetaria, que los bancos centrales creen será consistente con el logro de sus metas. A lo largo de la senda de política, la tasa de política monetaria no será constante en general, sino que puede más bien subir y bajar en el tiempo, según las condiciones económicas actuales y las que se esperan en el futuro. Por ejemplo, si los formuladores de política esperan presiones inflacionarias crecientes durante el año o dos años siguientes, pueden pensar que será necesario subir la tasa de política en los trimestres siguientes. Si es así, la senda de política podría tener pendiente hacia arriba. Adicionalmente, la senda de política en sí misma puede cambiar por completo en el tiempo, con la llegada de nueva información que modifica la perspectiva de la inflación y de la actividad económica.

Actualmente, la mayoría de los bancos centrales no formulan una senda explícita de la política a seguir o a divulgar al público. En su lugar, casi todos los bancos se centran principalmente en el entorno actual de la tasa de política, monetaria. Comunican sus decisiones de política al público, junto con la información sobre el fundamento de tal política, las perspectivas de la inflación y de la actividad económica, así como de los objetivos de la política monetaria. Si bien ciertos bancos centrales proporcionan información cualitativa sobre la senda esperada de la tasa de política monetaria en el futuro (por ejemplo, si será más probable que la tasa de política suba o baje en un futuro previsi-

ble), la mayor parte se limitan a comunicar una senda numérica explícita.

Aun cuando los bancos centrales no formulen una senda de política explícita, los participantes en el mercado financiero deben anticipar la tasa de política futura, cuando fijan los precios de los activos financieros. La teoría de las expectativas de la estructura de vencimientos de las tasas de interés, proporciona un modelo para entender de qué manera la opinión del mercado sobre la senda de política monetaria influye en las tasas de interés de diferentes plazos. Según la teoría de las expectativas, la tasa de interés de cualquier título del gobierno puede considerarse como un promedio de la tasa de política monetaria actual y de las tasas de política monetaria que los participantes en el mercado financiero esperan que prevalezcan durante el período de vida del título, más una prima de vencimiento.¹ Por ejemplo, la tasa actual a un año, puede considerarse como un promedio de la tasa de política monetaria actual y la secuencia de las tasas de política que los inversionistas esperan para el año siguiente, más una prima de vencimiento. De la misma manera, la tasa actual a cinco años puede considerarse como el promedio de las tasas de política esperadas para los siguientes cinco años, más una prima de vencimiento.

Según la teoría de las expectativas, las tasas de interés cambian cuando los inversionistas creen que la senda de la tasa de política futura será cambiada. Por ejemplo, suponga que los inversionistas cambian sus expectativas sobre la política futura, de una senda constante para la tasa de política monetaria a una senda en la que la tasa de política monetaria aumenta en 50 puntos básicos en seis meses, y permanece ahí. La tasa de interés a seis meses se mantendrá sin cambio, pues no se espera que el incremento en la tasa de política tome lugar en seis meses. Por contraste, la tasa de interés a seis meses, transcurridos los seis meses, se incrementará de golpe en los 50 puntos básicos. En tanto, la tasa a un año se incrementará en 25 puntos básicos, el promedio del incremento en la tasa actual a seis meses (cero puntos básicos), y el incremento en la tasa a seis meses esperada, una vez que transcurran los mismos seis meses (50 puntos básicos).²

La información de los mercados financieros puede usarse para estimar la opinión de los participantes

¹ Una prima de vencimiento es la compensación extra requerida por un inversionista, para comprar un título de largo plazo, antes que una serie de títulos de corto plazo.

² Este análisis supone que la prima a vencimiento permanece sin cambios. Véase Sellon (2004) para un análisis detallado de la relación entre la senda de política y la estructura de vencimiento de las tasas de interés.

en el mercado acerca de la senda de política. Un enfoque consiste en usar información de los mercados financieros de futuros, tales como los futuros de fondos federales o los futuros de eurodólares. Un segundo enfoque consiste en usar los datos de la estructura de vencimiento de las tasas de interés para estimar las tasas futuras esperadas de los títulos de valores.³ Otro enfoque consiste en consultar directamente a los participantes en el mercado, acerca de sus expectativas sobre las acciones futuras de política monetaria. Es importante hacer notar, sin embargo, que la senda de política construida de esta manera, representa la percepción del mercado financiero sobre ésta, y puede ser consistente o no con la senda de política que tienen en mente los formuladores de política. En la medida que las observaciones del mercado sobre las perspectivas de la inflación y de la actividad económica difieren de las del banco central o carecen de una plena comprensión de los objetivos y estrategias de la política monetaria, la senda de política esperada por el mercado puede diferir de la opinión de los formuladores de política sobre la senda a seguir.

2) ¿Cómo puede construirse una senda de política?

Los formuladores de política pueden, en teoría, construir una senda explícita con el uso de un modelo económico y una función objetivo de política explícita. El modelo describe como opera la economía y, en particular, define la manera en que la política monetaria influye en la inflación y la actividad económica. La función objetivo identifica las metas de la política monetaria y las preferencias de los formuladores de política cuando existen *trade-offs* entre múltiples metas (Apéndice). Típicamente, la mayoría de los enfoques basados en modelos para construir una senda de política, suponen que los objetivos de la política monetaria consisten en minimizar la variabilidad de la inflación alrededor de una meta de inflación y del producto alrededor de su nivel potencial.⁴ Los formuladores de política pueden construir una senda de política optimizando esta función objetivo, sujeta a su modelo de la economía.

En teoría, si el público tiene acceso a la misma información que los formuladores de política acer-

³ Sellon calcula la senda esperada de política del mercado financiero, con base en la curva de rendimiento del Tesoro de Estados Unidos para tres períodos históricos.

⁴ Los formuladores de política podrían desear también minimizar la volatilidad del mercado financiero a través de suavizar los cambios en la tasa de política monetaria a lo largo del tiempo. En este caso, la función objetivo penalizaría los cambios en la tasa de política monetaria.

ca del estado de la economía y conocen su modelo, y si los formuladores de política además dan a conocer su función objetivo al público, entonces la senda de política podría auto revelarse. Esto podría implicar que los formuladores de política comuniquen al público un objetivo numérico explícito para la inflación, una estimación explícita del nivel potencial de la producción real de la economía, así como parámetros explícitos que gobernarán su voluntad de un *trade-off* entre la estabilidad de la inflación y la estabilidad de la producción.⁵ Los formuladores de política tendrían que transmitir esta información al público por medio tanto de sus comunicados como de sus acciones. El público, entonces, podría resolver el mismo problema de optimización que enfrenta el banco central y llegar a la misma senda de política.

En la práctica, la implantación de esa manera de abordar el problema podría demostrar ser difícil o imposible. El modelo económico puede ser grande y complejo, y requerir que la senda de política dependa de información detallada acerca del estado de la economía. Los parámetros del modelo y su estructura pueden cambiar en el tiempo. Los formuladores de política pueden usar su juicio, para incorporar información externa al modelo y así determinar la senda de política óptima. La comunicación de estos cambios en los parámetros y los ajustes basados en el juicio puede resultar difícil. Además, los participantes en el mercado carecer de la información requerida para calcular la senda de política óptima del banco central.

Reconociendo estas dificultades, los formuladores de política pueden escoger, en cambio, fijar su política de acuerdo con una regla relativamente simple. Según este procedimiento, los formuladores de política tendrían que especificar y comprometerse a seguir una fórmula para establecer la tasa de política monetaria en respuesta ya sea a las condiciones económicas actuales, o bien a las condiciones esperadas en algún momento en el futuro (Apéndice). Usualmente, dicha regla no incorporaría todas las contingencias y, por lo tanto, en el mejor de los casos, una aproximación al establecimiento de la tasa de política que sigue a la optimización

⁵ En la medida que la función objetivo de los formuladores de política también refleja el deseo de suavizar los cambios en la tasa de política monetaria en el tiempo, los formuladores de política también necesitan divulgar hasta qué punto están dispuestos a intercambiar sus objetivos de inflación y de producción, a fin de lograr una mayor estabilidad en la tasa de política monetaria. Además, los formuladores de política podrían tener también que indicar su voluntad de intercambiar entre el logro de sus objetivos en el presente en relación con el futuro su punto de vista acerca de variables exógenas clave, tales como la política fiscal.

de una función objetivo sujeta a un modelo complejo de la economía. Sin embargo, esa aproximación tiene la ventaja de exponer claramente en qué medida la tasa de política responde a desviaciones en las variables meta con respecto al objetivo.

Los formuladores de política podrían comunicar la regla de política al público, junto con su pronóstico para la producción y la inflación. Los participantes en el mercado podrían entonces construir una senda de política sin conocer el modelo económico de los formuladores de política. Los participantes podrían simplemente combinar el pronóstico del banco central para la inflación y la producción para cualquier momento en el futuro, con una fórmula que describa la regla de política y derivar la tasa de política esperada correspondiente con esa fecha. En la práctica, sin embargo, ningún banco central ha estado dispuesto a comprometerse con, y a comunicar al público, una regla de política explícita, y mucho menos a dar a conocer sus objetivos políticos en forma de una función objetivo explícita.

En estas circunstancias, un posible enfoque alternativo sería que el banco central determine su senda de política y, en lugar de esperar que el público pueda inferirla a partir de una función objetivo o regla política, simplemente la comunique directamente al público. En otras palabras, el banco central podría anunciar una secuencia explícita de la tasa de política monetaria futura esperada. Los formuladores de política necesitarían también comunicar el pronóstico de inflación y de producción que esperan sea consistente con la senda de política. En esta forma, el público podría verificar que la senda de política sea consistente con los objetivos establecidos por los formuladores de política. Lo que es más, a fin de dar a conocer la incertidumbre asociada con la senda de política explícita, los formuladores podrían también proporcionar una descripción de la escala de incertidumbre que la acompaña, o proveer una serie de caminos alternativos que corresponden con una variedad de escenarios económicos igualmente alternativos.

III. Pros y contras de dar a conocer una senda de política

La formulación y comunicación al público de una senda de política explícita, lleva consigo a la vez beneficios e inconvenientes potenciales. Determinar el beneficio neto resulta difícil dada la experiencia limitada que tienen hasta el momento los bancos centrales en comunicar la senda de política. Esto es especialmente cierto cuando se trata de la

evaluación del beneficio marginal de una senda de política explícita, cuando ya se han establecido algunas otras medidas para realzar la transparencia.

1) Pros

Cierto número de beneficios potenciales se originan con la comunicación de una senda de política explícita. Primero, comunicar la senda podría aumentar la transparencia de la política monetaria. En una democracia con un banco central independiente, la transparencia ofrece un medio de rendición de cuentas. La transparencia, además, permite que el público juzgue si los objetivos del banco central están en línea con el interés público y si las acciones del banco central son consistentes con sus objetivos. Al proporcionar información sobre la senda de la tasa de política monetaria esperada en el futuro por parte de los formuladores de política, se ofrece al público un medio de evaluar la consistencia de los planes de la política con los objetivos de ésta. Esto, a su vez, contribuye a que los formuladores de política monetaria tengan la obligación de rendir cuentas por sus acciones.

Segundo, comunicar una senda de política explícita, puede ayudar a demostrar el compromiso de los formuladores de política con el logro de los objetivos a largo plazo. Por ejemplo, si los formuladores de política anuncian el compromiso de bajar la inflación de un nivel elevado e inaceptable, el compromiso será más creíble si los formuladores de política anuncian simultáneamente la senda de política que esperan será requerida para alcanzar ese objetivo de inflación. Además, una vez que se ha anunciado el objetivo de inflación y la senda de política, renegar de cualquiera de los dos compromisos puede volverse más difícil.⁶ En la medida que el anuncio de una senda de política contribuye a poner un ancla a las expectativas de inflación a largo plazo, es menos probable que choques temporales sobre la inflación se incorporen en el comportamiento de fijación de salarios y precios. Esto, a su vez, conducirá a una mayor estabilidad de la macroeconomía.

Tercero, el anuncio de una senda de política puede ayudar a los participantes en el mercado financiero a ser más eficientes en la fijación de precios de los activos. Por ejemplo, a pesar de que un objetivo de inflación contribuye a anclar las expectativas de inflación a largo plazo y, en consecuencia,

⁶ Como se comenta más adelante, la dificultad de echarse para atrás después de haber anunciado cuál sería la senda política, cuando las condiciones económicas cambian inesperadamente, es también una razón que se da para *no* anunciar una senda política explícita.

las tasas de interés nominales a largo plazo, una cantidad considerable de incertidumbre puede mantenerse alrededor del pronóstico de corto plazo. Una fuente de incertidumbre en el pronóstico de corto plazo es la perspectiva de la política monetaria. Los formuladores de política pueden reducir esta incertidumbre a corto plazo, con la comunicación de la senda de la tasa de política monetaria. Esto, a su vez, puede conducir a una menor volatilidad en el precio de los activos. Sin embargo, la incertidumbre acerca de la senda de política no será completamente eliminada, porque esta cambiará en el tiempo con la llegada de información nueva e inesperada acerca del estado de la economía.

Cuarto, el anuncio de la senda de política puede dar a los formuladores de esta última mayor influencia sobre las tasas de interés a largo plazo. De acuerdo con la teoría de las expectativas de la estructura de vencimientos, las tasas de interés a mediano o largo plazos constituyen un promedio de la tasa actual y de la tasa esperada de política monetaria futura. Por ejemplo, si los formuladores de política comunican creíblemente su intención de mantener la tasa de política más alta por un período de tiempo más largo de lo que actualmente esperan los mercados financieros, las tasas de interés a mediano y largo plazos, probablemente serían más altas que si los formuladores de política comunican solamente su meta actual para la tasa de política monetaria.

Así, el anuncio de la senda de política a seguir puede hacer que la política monetaria produzca mayores resultados que los esperados, permitiendo que las tasas a largo plazo reaccionen no sólo ante el escenario actual de la tasa de política, sino también ante las acciones futuras esperadas. Las tasas a mediano y largo plazo pueden reaccionar más rápido y con mayor alcance cuando una acción de política va acompañada por la comunicación de una senda de política completa. En la medida en que las tasas a mediano y largo plazo tienen mayor influencia que las de corto plazo en la actividad económica y la inflación, las acciones de política monetaria serán más potentes. Esta potencia mayor de la política sería especialmente benéfica, si los formuladores de política quieren limitar la volatilidad de la tasa de interés a corto plazo. Pequeños cambios en la tasa de la política que se espera persistirán por largo tiempo, tendrían el mismo efecto en las tasas a largo plazo que grandes cambios, aunque más transitorios, en la tasa de la política.⁷

⁷ Una mayor potencia de la política, asociada con una senda de política creíble y persistente, puede también ayudar a los

Finalmente, la evidencia de la teoría macroeconómica sugiere que si se ofrece información sobre la senda de política cuando el público no tiene información completa acerca de la función objetivo o de regla política de los formuladores de política, puede contribuir a mejorar el desempeño macroeconómico. Rudebusch y Williams examinan el efecto de proporcionar información sobre la senda de política a agentes privados que no conocen los parámetros de la regla política y, en consecuencia, tienen que estimarla con base en las acciones de política anteriores. Además, nos muestran que ofrecer información sobre la senda de política contribuye a que los agentes privados puedan estimar la regla política y, con la alineación de las expectativas del público y del banco central acerca de las tasas de política futuras, se reducen evidentemente las fluctuaciones en la producción y la inflación. Asimismo, Rudebusch y William ponen en evidencia el valor de proporcionar información acerca de la senda de política, cuando el público tiene incertidumbre acerca del objetivo de inflación del banco central. Es conveniente reiterar que la información sobre la senda de política contribuye a alinear las expectativas del público y del banco central acerca de la política monetaria futura y facilita que la economía converja de nuevo en el objetivo de inflación después de experimentar un choque.⁸

2) *Contras*

En primer lugar y más fundamentalmente, la mayoría de los bancos centrales no tienen una senda de política explícita que comunicar. En tanto que los formuladores de política pueden tener cierto sentido de la dirección de los cambios en la tasa de política futura, en la mayoría de los casos no han tratado de llegar a un acuerdo sobre una senda futura explícita. Para comunicar una senda de política, los formuladores de la misma en muchos bancos centrales necesitarían modificar sus procedimientos, para centrarse no sólo en el escenario actual de la tasa de la política, sino en toda la senda de política.

Segundo, los formuladores de política pueden estar preocupados ante la idea de que los mercados financieros y el público podrían considerar una senda explícita de política, como un compromiso incondicional, en lugar de un plan que

formuladores de política a enfrentar los choques deflacionarios en un entorno de tasa de interés bajo (Woodford, 1999).

⁸ Las ventajas de que el banco central formule y comunique una senda de política explícita, son comentados también en Faust y Leeper (2005).

está sujeto a cambios. Esto puede causar que los mercados financieros respondan más lentamente de lo que pudiera justificarse, ante nueva información que modifique la perspectiva de actividad económica y de la inflación. Cuando finalmente los participantes en el mercado financiero reconocan que la senda de política ha cambiado, podrían sentirse engañados por el banco central.⁹ Hasta cierto punto, los formuladores de política podrían mitigar esta inquietud, suministrando un rango en torno a la senda de política central, o bien comunicar escenarios alternativos que requerirían sendas asimismo alternativas. Sin embargo, puede subsistir la preocupación de que los participantes en el mercado se enfoquen demasiado en el punto medio del rango de confianza de la senda de política, o bien en el escenario de línea de base del banco central para la senda de política.

Tercero, la comunicación de una senda de política explícita puede hacer que sus formuladores estén menos dispuestos a cambiarla, a la luz de información nueva. Los formuladores de política pueden sentir la inquietud de que la actualización frecuente de la senda debilite la confianza del público en su capacidad para pronosticar o en su compromiso a seguir el plan anunciado. Esto podría conducir a una senda de política que no se ajusta plenamente en el tiempo, ante nueva información, por lo cual resultaría subóptima.

Los formuladores de política pueden sentirse particularmente preocupados acerca de esta cuestión, cuando se enfrentan a un cambio en la dirección previamente comunicada de la senda de política. Por ejemplo, cuando la política pasa de una posición acomodaticia a una restrictiva, la senda de política puede cambiar repentinamente de una pendiente descendente a otra gradualmente ascendente. Los formuladores de política pueden sentirse preocupados de que los mercados financieros reaccionen con exceso a tal modificación en la política, lo que llevaría a una excesiva volatilidad del mercado financiero.¹⁰

⁹ Charles Freedman (2003), entonces subgobernador del Banco de Canadá, ofrece un ejemplo que se remonta a la primavera (hemisferio norte) de 1998, según el cual el Banco de Canadá proporcionó orientación sobre la política futura, bajo la forma de una declaración condicional. Los participantes en el mercado financiero, al parecer interpretaron la declaración como un compromiso incondicional y se sintieron engañados cuando el banco posteriormente alteró el curso ante las circunstancias económicas cambiantes.

¹⁰ Por ejemplo, en 1999 la primera experiencia del Comité Federal del Mercado Abierto, que incluyó un nuevo y más precavido lenguaje acerca de la política en sus posteriores declaraciones oficiales, fue visto como causante de confusión en los mercados financieros (Rudebusch y Williams).

Cuarto, en ocasiones, es posible que haya demasiada incertidumbre, complejidad, y cambio en el entorno económico para establecer una senda de política con confianza. Los acontecimientos geopolíticos o las crisis en los mercados financieros pueden nublar las perspectivas a corto plazo. Los cambios estructurales, impulsados por la tecnología, la globalización y la innovación financiera pueden ser tan dominantes, que los modelos económicos basados en el pasado se tornan no confiables. La incertidumbre acerca de la estructura y los parámetros de los modelos económicos pone en entredicho la dependencia de los pronósticos y las prescripciones de política. Las funciones objetivo pueden ser mucho más complejas de lo que se capta en una simple expresión con parámetros fijos. Estas incertidumbres pueden hacer que los formuladores de política se muestren más cautelosos al comunicar su punto de vista acerca de las condiciones económicas futuras, así como de la senda de política futura.

Un ejemplo de un período de incertidumbre inusual acerca de las condiciones económicas futuras ocurrió en marzo de 2003, en los días precedentes a la invasión de Irak por Estados Unidos. En la declaración emitida después de su reunión del 18 de marzo, el Comité Federal del Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) –principal organismo de la política monetaria de la Reserva Federal–, indicó que: “En vista de las incertidumbres inusualmente grandes que nublan la situación geopolítica en el corto plazo, y sus efectos aparentes sobre la toma de decisiones económicas, el Comité no cree que puede caracterizar en forma útil el balance actual de riesgos, con respecto a las perspectivas para sus objetivos a largo plazo de estabilidad de precios y crecimiento sostenible. En su lugar, el Comité decidió abstenerse de tomar esa determinación hasta que algunas de esas incertidumbres se mitiguen...”

Finalmente, el beneficio marginal de proporcionar una senda de política numérica explícita puede ser pequeño, dados los otros muchos pasos que los bancos centrales han tomado para incrementar la transparencia. Muchos bancos proveen ya orientación cualitativa acerca de la senda de política, y la mayoría ofrecen pronósticos de inflación y de actividad económica. Muchos bancos también facilitan metas numéricas explícitas para la inflación. Dada una claridad suficiente acerca de los objetivos de política, las perspectivas de la actividad económica, y tal vez cierta orientación cualitativa acerca del panorama para la política futura, puede ser que el anuncio de una senda de política numérica explícita produzca beneficios netos mínimos o nulos.

Además, anunciar una senda explícita para la tasa de política, puede que no sea siempre efectivo para influir en el punto de vista de los participantes en el mercado financiero sobre la senda probable de la política monetaria. Esta situación puede darse cuando los participantes en el mercado financiero difieren en sus perspectivas de las del banco central, en cuanto a la actividad económica y la inflación. Hacia finales del 2006, por ejemplo, el FOMC, tras sus reuniones, destacó un riesgo de ascenso en la inflación, al sugerir que era más probable un aumento que un descenso en la tasa de política futura. No obstante, como se evidenció en el mercado de futuros de fondos federales y en la curva de rendimiento del Tesoro, los mercados financieros esperaban que el movimiento siguiente de política más probable sería un descenso en la tasa.¹¹

En suma, los beneficios netos de anunciar una senda de política explícita son inciertos, y diferentes bancos centrales pueden evaluarlos de manera distinta. Como resultado, los bancos centrales han utilizado una variedad de enfoques para comunicar la información sobre las perspectivas futuras de la política monetaria. La siguiente Sección examina estos enfoques diferentes, mediante la consulta en cierto número de bancos centrales de las economías desarrolladas.

IV. Una encuesta acerca de las prácticas actuales

Hasta la fecha, sólo dos bancos centrales de economías desarrolladas (el Banco de la Reserva de Nueva Zelanda y el Norges Bank, el banco central de Noruega) han formulado y comunicado una senda de política explícita.¹² El Banco de la Reserva de Nueva Zelanda, por ejemplo, ofrece proyecciones trimestrales de las variables macroeconómicas clave, mediante el uso de una senda de política endógenamente determinada. Todas las proyecciones se derivan de un modelo económico, con la senda de política determinada por una regla sujeta a ajustes basados en el juicio del formulador de

¹¹ Otro inconveniente potencial de proveer información más explícita al público acerca de la senda de política, es la posibilidad de que el sector privado tenga menos disposición a adquirir información por sus propios medios, lo que reduciría el bienestar (Morris y Shin, 2002). Sin embargo, Svensson (2005a) argumenta que este resultado aplica solamente en circunstancias muy especiales.

¹² Los bancos centrales de Colombia y la República Checa también asumen una senda de política endógena (Paulin, 2006; Banco de la República, de Colombia, 2006). Además el Riksbank (banco central sueco) ha anunciado recientemente su intención de comenzar a publicar una senda política explícita (Rosenberg, 2007).

política. Asimismo, el Banco de Noruega publica pronósticos de las variables macroeconómicas tres veces al año, con la tasa de política determinada en forma similar por la regla de política ajustada con base en el juicio.

Todos los demás bancos centrales comunican la información acerca de las perspectivas de la política monetaria más indirectamente. Un enfoque consiste en proporcionar pronósticos de las variables objetivo conforme a la suposición de que la tasa de interés puede diferir de la senda más probable que seguirá el banco central. Otra forma de abordar el problema consiste en suministrar orientación cualitativa sobre la senda probable de política, por medio de las declaraciones oficiales y actas de las reuniones políticas, aparte de los informes regulares, discursos públicos y testimonios especiales de los formuladores de política y, en algunos casos, conferencias de prensa.

1) Pronósticos del banco central

Como aparece en el cuadro 1, todos los bancos centrales supervisados proporcionan información al público, acerca de las perspectivas de la inflación y actividad económica, pero condicionan tales pronósticos a diferentes supuestos sobre la tasa de interés. Las variables macroeconómicas clave que son pronosticadas, incluyen inflación, producción y, en algunos casos, desempleo. Los bancos centrales suministran estos pronósticos con frecuencias que fluctúan de dos a cuatro veces por año, además de los horizontes de pronóstico que varían de uno a cuatro años. Mientras que el Banco de la Reserva de Nueva Zelanda y el Banco de Noruega dan a conocer pronósticos “incondicionales” basados en la senda de política esperada, otros bancos o condicionan sus pronósticos a un supuesto sobre la tasa de interés explícita, o bien hacen su pronóstico sin precisar la senda de la tasa de interés en que se fundamentan.

Los bancos que ofrecen un supuesto de tasa de interés explícito, aparte de mencionar la senda de política misma, se deciden por uno de dos enfoques de abordar el tema. El primero, usado por el Banco Nacional Suizo consiste en asumir que la tasa de política permanece constante en su nivel actual a lo largo del horizonte pronosticado.

Este enfoque tiene la ventaja de no presuponer un cambio en la tasa de política futura y, en consecuencia, reduce las posibilidades de que el público considere el supuesto de la tasa de interés constante, como la senda de política. Sin embargo, al mismo tiempo, el público puede inferir la información acerca de la senda de política al comparar el pronóstico del banco central para las variables

Cuadro 1

ESTRUCTURA DEL BANCO CENTRAL, PRACTICAS DE PRONÓSTICO, Y SUPOSICIONES SOBRE LA TASA DE INTERÉS

| País | Banco central | Promóstico de la inflación | Promóstico del producto | Promóstico de desempleo | Horizonte aproximado | Frecuencia | Supuesto de tasa de interés | Objetivo número de inflación | Estrategia de meta de inflación | Tamaño del Comité de Política Monetaria |
|----------------|-----------------------------|----------------------------|-------------------------|-------------------------|----------------------|---|--|--|---------------------------------|---|
| Australia | Reserve Bank of Australia | Descripción cualitativa | Descripción cualitativa | NO | 1-2 años | Cuatro veces al año | No especificada | SÍ | SÍ | 9 |
| Canadá | Bank of Canada | SÍ | SÍ | NO | 2-3 años | Cuatro veces al año | No especificada | SÍ | SÍ | 6 |
| Eurozona | European Central Bank | SÍ | SÍ | NO | 1-2 años | Cuatro veces al año: marzo septiembre; ECB bancos centrales nacionales del área del euro: junio y diciembre | Expectativas de mercado | SÍ | NO | 19 |
| Japón | Bank of Japan | SÍ | SÍ | NO | 1-2 años | Dos veces al año | Expectativas de mercado (al 2006) | Consenso de los miembros de la Junta de Política | NO | 9 |
| Nueva Zelanda | Reserve Bank of New Zealand | SÍ | SÍ | SÍ | 3 años | Cuatro veces al año | Senda de política explícito | SÍ | SÍ | 1 |
| Noruega | Norges Bank | SÍ | SÍ | SÍ | 3-4 años | Tres veces al año | Senda de política explícito | SÍ | SÍ | 7 |
| Suecia | Riksbank | SÍ | SÍ | SÍ | 3 años | Tres veces al año | Expectativas de mercado (al 2005) ^a | SÍ | SÍ | 6 |
| Suiza | Swiss National Bank | SÍ | Descripción cualitativa | Descripción cualitativa | 3 años | Cuatro veces al año | Tasa constante | SÍ | SÍ | 3 |
| Reino Unido | Bank of England | SÍ | SÍ | NO | 2-3 años | Cuatro veces al año | Expectativas de mercado (escenario alternativo basado en una tasa constante) | SÍ | SÍ | 9 |
| Estados Unidos | Federal Reserve System | SÍ | SÍ | SÍ | 1½-2 años | Dos veces al año | Política monetaria "apropiada" | NO | NO | 12 miembros con 19 participantes |

FUENTES: sitios de *web* del Banco Central: Berg (2005); Kuttner (2004); y Paulin (2006).^a El Riksbank ha anunciado planes para adoptar una senda político explícita (Rosenberg, 2007).

meta, según el supuesto de que la tasa de política no cambia, con respecto a los objetivos del banco central para las variables meta. Si bajo el supuesto de tasa de interés constante, el banco central pronostica que sus variables meta se desviarán del objetivo, es probable que la senda de política implícita se desvíe de la senda de la tasa constante supuesta, en una dirección predecible.

Cómo puede el público formular una estimación de la senda de política, dependerá de si y de que forma los pronósticos del banco central para sus variables meta se desvían de los objetivos del banco central. Por ejemplo, si se pronostica que la inflación excederá su objetivo durante el horizonte del pronóstico, bajo el supuesto de una tasa de interés constante, es probable que la senda de política implícita del banco central tenga una trayectoria ascendente casi al finalizar el plazo. De similar manera, si el supuesto sobre la tasa de interés conduce a una inflación inferior a la deseada, la senda de política implícita del banco central probablemente implicará tasas inferiores, al menos en el plazo cercano.

Las proyecciones básicas de una tasa de política invariable, sin embargo, tienen cierto número de desventajas. Sería raro que fuera consistente con el comportamiento histórico de los formuladores de política y, por lo tanto, resultaría inconsistente con el modelo macro que se basa en patrones históricos de conducta. Si la tasa de política se mantiene constante en un nivel inusualmente alto o bajo durante un período prolongado, las proyecciones de producción e inflación podrían deslizarse a la deriva hacia niveles históricamente sin precedentes. El banco central puede hallarse en una situación en la que publica pronósticos que quedan fuera de las reglas históricas, y que no logran los objetivos de política en el horizonte del pronóstico. Este enfoque también incorpora un supuesto acerca de la política monetaria, que a los propios formuladores de política no les agrada.

El segundo enfoque de abordar las variables meta del pronóstico, consiste en suponer que la tasa dictada por la política sigue las expectativas de tasas de interés del mercado financiero, implícitas en los datos del mercado o en las encuestas a los participantes en el mismo. El Banco Central Europeo (BCE), el Banco de Japón, el Riksbank de Suecia, y el Banco de Inglaterra siguen actualmente este enfoque.¹³ Como el supuesto de tasa constante, este enfoque permite al público inferir in-

¹³ Las proyecciones del BCE son de su personal, no del Consejo de Gobierno. El Banco de Inglaterra también presenta proyecciones alternativas basadas en una tasa de política constante.

formación acerca de la senda probable de política, observando si las proyecciones divergen de sus objetivos declarados y en qué medida lo hacen. Por ejemplo, el pronóstico del banco central, sobre la inflación bajo el supuesto de senda de tasa de interés esperada por el mercado financiero, puede llevar a un pronóstico de la inflación superior al objetivo de inflación del banco. De ser así, el público puede deducir que la senda dictada por la política, probablemente requerirá de tasas más elevadas que las esperadas por el mercado en ese momento al menos en el corto plazo. Si la inflación es más baja que el objetivo, el público puede inferir que la senda de política requerirá tasas más bajas que las esperadas por el mercado en ese momento, al menos en el corto plazo.

El fundamentar las proyecciones en las expectativas del mercado sobre la política futura en cuanto a las tasas, puede tener ciertas ventajas sobre el supuesto de la tasa de interés constante. Como resultado, este enfoque es históricamente más consistente y menos probable que produzca pronósticos alejados de las normas históricas. Por otra parte, dicha acción puede dar la apariencia de que las expectativas del mercado impulsan la política monetaria, en lugar de que sea la política la que impulsa las expectativas del mercado. Entonces, si las expectativas del mercado difieren de las de los formuladores de política, éstas resultarían en proyecciones que no reflejan el propio punto de vista de los formuladores de política acerca del resultado más probable para las variables meta. Si las expectativas del mercado acerca de las tasas de política no se igualan a las de los formuladores de política, será muy útil que éstos informen al mercado de la discrepancia en lugar de reforzarla.

Otros bancos centrales, incluido el Banco de la Reserva de Australia, el Banco de Canadá, y la Reserva Federal, dan a conocer pronósticos de variables macroeconómicas clave, pero no revelan el supuesto numérico explícito para la tasa de política monetaria en que esos pronósticos se basan. En el caso de la Reserva Federal, las proyecciones de variables clave se basan en la opinión de los miembros del FOMC acerca de cuál es la política monetaria "apropiada". Si bien, una senda de política explícita no se comunica al público, cada miembro de la comisión debe tener en mente una senda de política que subyace en sus proyecciones semi-anales. En consecuencia, para determinar el alcance de las sendas políticas que subyacen en las proyecciones del FOMC, el público necesitaría conocer la senda de política particular de cada uno de los miembros del FOMC. Así, la senda de política de cada miembro, a su vez, dependerá del modelo de la economía de cada uno de ellos, de su

juicio acerca de las perspectivas, y sus objetivos explícitos para la política monetaria.¹⁴

2) *Guía cualitativa*

Además de la información acerca de la senda de política que es posible discernir en los pronósticos del banco central, a menudo se transmite información sobre la senda futura de política monetaria a través de las declaraciones oficiales, las actas de las reuniones del Comité de Política, y otros informes. La Reserva Federal ha estado al frente de los bancos centrales que han proporcionado esa guía cualitativa por medio de sus comunicaciones públicas.

Desde mayo de 1999, el FOMC ha emitido una declaración explicativa después de cada una de sus reuniones. Estas declaraciones han proporcionado guía, a lo largo del tiempo, acerca de la senda de política probable. Por ejemplo, con respecto a varias reuniones en 1999, el Comité indicó no sólo la dirección actual para la tasa de política, sino también la dirección probable de cualquier cambio en dicha política que pudiera ocurrir antes de la siguiente reunión prevista.¹⁵

A causa de la inquietud suscitada por lo que se consideraron respuestas exageradas del mercado a estas declaraciones, en 2000 el FOMC cambió el lenguaje en sus declaraciones, a fin de reflejar los riesgos para el logro de las variables objetivo, antes que la descripción de la dirección probable de los cambios futuros en la tasa política. Dichas declaraciones continuaron suministrando información sobre la senda probable de política, en el sentido de que los riesgos para el logro de los objetivos del FOMC podían a menudo ser traducidos a una perspectiva de la futura política. Por ejemplo, en febrero del 2000, el Comité indicó que “creía que los riesgos eran ponderados principalmente en cuanto a las condiciones que podían generar mayores presiones inflacionarias en un futuro previsible”. Con riesgos ponderados en cuanto a “mayores presiones inflacionarias”, la declaración podía interpretarse como si sugiriesen una senda de política en la cual un incremento en la tasa de po-

¹⁴ Los mercados financieros pueden deducir parte de esta información con base en las declaraciones públicas de sus miembros y los registros de sus votaciones.

¹⁵ La declaración del sesgo político apareció en la directiva del FOMC al encargo del Mercado Abierto en el Banco Federal de Reserva de Nueva York al comenzar 1983. Sin embargo, hasta mayo de 1999, esta información no fue hecha pública, sino hasta siguiente reunión del FOMC, lo que redujo considerablemente el valor de la información para el mercado. En el curso de una detallada discusión acerca de la evolución del lenguaje, cada vez más progresivo en lo que concierne a la información en las declaraciones del FOMC, véase Rudebusch y Williams (2006). Véase también Thornton y Wheelock (2000).

lítica monetaria era más probable que un descenso. De manera similar, en la declaración de agosto del 2002, los riesgos, “que eran ponderados sobre todo en cuanto a las condiciones que podían generar debilidades económicas”, podría haberse interpretado como sugiriendo una senda de política en la cual, en el futuro, podría considerarse con mayor probabilidad un descenso que un incremento en la tasa.

En 2003, como el riesgo de inflación se volvió indeseablemente bajo, el FOMC se sintió impulsado a proporcionar nuevamente una mayor guía directa acerca de la senda de política. En su declaración de agosto, el Comité indicó que en “su opinión la política acomodaticia podía mantenerse por un “período” considerable, y sugiriendo que la tasa de política monetaria probablemente se mantendría en un nivel históricamente bajo, durante un inusual largo tiempo. Entonces, en enero de 2004, el Comité dijo que “creía que podía ser paciente en remover su política acomodaticia”. Finalmente, cuando el Comité empezó a considerar la elevación de su tasa de política monetaria más avanzado el año, dijo que “pensaba que la política acomodaticia podía ser eliminada a un ritmo que probablemente sería moderado”, y sugería una trayectoria ascendente gradual para la senda de política.

Otros bancos centrales se han mostrado algo menos dispuestos a proporcionar guía verbal acerca de su senda de política. En su lugar, han tendido a enfocarse más directamente en los riesgos que corrían sus objetivos clave, dejando que los mercados interpretaran cualquier posible implicación de estos riesgos para la política de la tasa. Sin embargo, ha habido excepciones. Por ejemplo, el Banco de Japón indicó en 1999 su intención de mantener su tasa de política en cero “hasta que las inquietudes inflacionarias fueran despejadas”. En 2006, el Banco de Canadá indicó en sus declaraciones de política que “se requería posiblemente un modesto nuevo incremento en la tasa de interés dictada por la política, para mantener la oferta y la demanda agregadas en equilibrio, así como la meta de la inflación a mediano plazo” (Rudebusch y Williams, 2006, pp. 7-8).

¿Por qué no hay más bancos centrales que comuniquen una senda de política explícita? La siguiente sección analiza esta cuestión, y describe algunos de los desafíos que hacen problemática la comunicación al público de la senda de política.

V. Desafíos prácticos

Dado que los beneficios netos son inseguros y están

sujetos a interpretación, otros factores pueden impulsar la decisión de formular y comunicar una senda de política explícita. Algunas estrategias de política monetaria pueden prestarse más naturalmente que otras a una senda de política explícita. Adicionalmente, la estructura del proceso de toma de decisiones puede influir en la factibilidad de formular y comunicar una senda de política.

1) Estrategias de política monetaria

Aunque los beneficios netos de formular y comunicar una senda de política numérica explícita son inciertos, como se ha sugerido más arriba, unos cuantos bancos centrales, incluido el Banco de la Reserva de Nueva Zelanda y el Banco de Noruega, han adoptado estrategias de política monetaria en las que las sendas políticas son explícitamente formuladas y comunicadas al público. ¿Qué es lo que hace diferentes a estos bancos?

Una característica que puede hacer más atractivo el uso de una senda de política explícita, es el marco de meta de inflación según el cual operan estos bancos. Aunque estos bancos no son los únicos, el Banco de la Reserva de Nueva Zelanda fue pionero en la conducción de la política monetaria bajo un régimen de meta de inflación (cuadro 1). También fue pionero en dar a conocer su senda de política. El Banco de Noruega también utiliza la meta de inflación, si bien ha empleado únicamente sus propias previsiones de senda de política para pronosticar la inflación y producción desde marzo de 2005.

Conforme al régimen de meta de inflación, el banco anuncia una meta de inflación numérica explícita y típicamente indica el marco cronológico para lograrla. En muchos casos, incluidos los del Banco de la Reserva de Nueva Zelanda y el Banco de Noruega, el objetivo de inflación es proporcionado por el gobierno al banco central.¹⁶ Además, el banco central emite informes con regularidad sobre la inflación, los cuales presentan el pronóstico oficial del banco para la inflación.

Con relación a otras estrategias de política monetaria, un régimen de meta de inflación puede conducir mejor a la formulación y comunicación de una senda de política. Como se comentó más arriba, los pronósticos acerca de la inflación están necesariamente basados en una senda de tasa de interés. Siendo que, el único modelo de senda de tasa de interés consistente es aquel en que la senda

de política es endógenamente determinada. El establecimiento de una meta de inflación numérica hace más fácil el uso de un modelo económico o de una regla de política para determinar una senda de política óptima. Sin embargo, incluso los bancos que más se dedican a establecer metas de inflación, se abstienen de comunicar una senda de política explícita al público. Una razón de ello, además de los contras discutidos antes, puede estar relacionada con la estructura de la toma de decisiones en la mayoría de los bancos centrales y, en particular, la responsabilidad por la política monetaria corresponde a un único tomador de decisiones o a un comité.

2) Estructura de la toma de decisiones

Un solo tomador de decisiones, podría argüiblemente formular y comunicar una senda de política, más fácilmente que un comité. La persona que toma las decisiones, podría escoger la senda de política que optimiza su función objetivo, dado su modelo de la economía. Asimismo, lo comunicaría al público directamente con una sola voz. Un ejemplo de banco central que se ajusta al modelo de una única persona tomadora de decisiones es el Banco de la Reserva de Nueva Zelanda. Junto con su bien establecido régimen de meta de inflación, el modelo de tomador de decisiones único del Banco de la Reserva, puede facilitar hasta cierto punto la formulación y comunicación de la senda de política.

Sin embargo, la mayoría de los bancos centrales, no tienen un solo tomador de decisiones. En su lugar, las decisiones, son tomadas por un comité de política monetaria. En contraste con la estructura de un solo tomador de decisiones, al comité puede resultarle más difícil formular la senda de política, pues sus miembros probablemente tendrán diferentes modelos de la economía y, posiblemente tengan diferentes opiniones acerca de la función objetivo. Aun cuando, una función objetivo sea dada a los formuladores de política por el gobierno, los miembros de la comisión pueden mostrarse en desacuerdo acerca del peso que se debe otorgar a estabilizar la inflación alrededor de su meta, con respecto al problema de estabilizar la producción.

Sin embargo, debido a la misma diversidad de opiniones y de información que tienen los miembros del comité, así como la forma más deliberativa en que los miembros adoptan sus decisiones, se puede argumentar que resultará en mejores decisiones. Blinder (2005) identifica las ventajas de una estructura de comité, que se originan en las diferentes e idiosincrásicas informaciones que

¹⁶ En el caso del Banco de la Reserva de Nueva Zelanda, el ministro de Finanzas en coordinación con el gobernador del Banco de la Reserva, acuerdan una meta específica para lograr y mantener la estabilidad de precios.

presentan los miembros individuales de éste, el sistema de frenos y contrapesos que el comité impone a los individuos con fuertes opiniones políticas, el conjunto de información de los miembros que siguen diferentes modelos de la economía, así como la ventaja de combinar los pronósticos individuales, y la capacidad de los comités para aprovechar los diversos métodos de adopción de decisiones por los miembros.¹⁷

Para explotar estas ventajas, cualquier comité debe establecer reglas básicas para la toma de decisiones. Los miembros tienen que llegar a un consenso sobre ciertas cuestiones, si bien se permite que haya diferentes puntos de vista sobre otras cuestiones. En un extremo, el Comité puede buscar el acuerdo en todos los aspectos del proceso de formulación de la política. En el otro extremo, el Comité puede buscar el acuerdo o consenso sólo sobre su posición política en ese momento y, potencialmente, sobre la senda de política. En el primer caso, el Comité necesitará llegar a un entendimiento común acerca de los objetivos de política, el modelo o los modelos que se usarán para pronosticar la economía, y los determinantes de las acciones de políticas. En dicho proceso de toma de decisiones, las acciones de política actuales y esperadas típicamente se obtienen en forma directa del consenso previo. Aunque llegar a un consenso sobre la función objetivo y el modelo puede ser difícil, una vez que se logra el consenso, la senda de política podría resultar relativamente fácil de formular.

En el otro extremo, el Comité puede intentar llegar a un consenso acerca de la política, sin necesariamente convenir antes sobre los objetivos precisos de la política o el modelo usado en el pronóstico. No obstante, alcanzar un consenso sobre toda la senda futura de la tasa de política, es un proceso de toma de decisiones mucho más difícil que simplemente decidir la estructura actual de la tasa de política monetaria. Aunque el mecanismo de votación puede ser diseñado para determinar la senda de política, cada miembro del Comité puede tener muy diferentes razones para adoptar una posición política en particular.¹⁸ Esta diversidad de opiniones, podría hacer que la comunicación de los fundamentos de la senda de política al público sea difícil. El público necesitaría interpretar la posición

¹⁷ Blinder (2005) también suministra una "tipología" de los comités de política monetaria, desde el individualismo hasta diversos grados de colegialidad.

¹⁸ Svensson (2005b) aboga por formular y anunciar el camino político y sugiere un procedimiento de votación. Mishkin (2004) y Goodhart (2001) argumentan contra la necesidad de que el comité de política establezca una senda de política explícita.

de cada miembro, a fin de evaluar cuál sería el consenso probable del Comité en el futuro, así como el curso probable de política. Aunque, obtener un promedio de la diversidad de opiniones podría dar por resultado ventajas más grandes fundadas en los beneficios de la estructura del Comité.

El tamaño del Comité es otra dimensión acerca de la cual los comités de política monetaria difieren. Actualmente, el tamaño varía entre tres miembros, en el Banco Nacional de Suiza, a 19 miembros, en el BCE (cuadro 1). El FOMC de la Reserva Federal es también un comité relativamente grande, con 12 miembros y 19 participantes. En una economía grande y diversificada, puede ser importante para el banco central tomar en cuenta la información de una amplia serie de regiones e industrias, así como de una variedad de perspectivas económicas. A un comité más grande le será más fácil incorporar diversas fuentes de información al proceso de toma de decisiones. Además, en una economía grande y diversa, puede requerirse que muchas regiones estén representadas en el comité, para mantener la confianza en el banco central y apoyar su independencia.

Por otra parte, investigadores académicos sugieren que puede existir un *trade-off* entre mayor información disponible dado un comité de mayor tamaño y la cantidad de coordinación y, el estímulo a problemas que se podrían generar con un comité de gran tamaño. Por ejemplo, los comités grandes pueden estar sujetos al problema de los oportunistas que sólo buscan ventajas para ellos. Los esfuerzos de los miembros individuales pueden disminuir con el tamaño del grupo, a menos que su contribución individual pueda ser identificada y evaluada. Además, los grandes comités también pueden estar sujetos a un "pensamiento de grupo" (Sibert, 2006).

En suma, las economías, grandes y diversificadas como los Estados Unidos y la Eurozona, pueden requerir comités de política monetaria que sean grandes y más diversificados. Esto hará probablemente que sea más difícil alcanzar el consenso en cuanto a una senda de política explícita. Los comités de política monetaria menos grandes, en economías más pequeñas y homogéneas, seguramente podrán alcanzar los consensos de manera algo más fácil.

En resumen, en tanto que la estructura del comité puede mejorar la toma de decisiones gracias a la diversidad de sus miembros, tal vez resulte más difícil formular y comunicar una senda de política. En último término, otras consideraciones pueden dominar, tales como la preocupación porque la senda de política llegue a ser considerada como un compromiso incondicional, el punto de

vista de que la guía cualitativa es suficiente, y la creencia de que los beneficios netos de la comunicación de una senda de política explícita son pequeños e inciertos.

VI. Conclusiones

La formulación y comunicación de una senda de política han sido apoyadas como una nueva frontera en la transparencia de la política monetaria. La senda de política puede ser formulada mediante el uso de un modelo económico, a fin de escoger dicha senda para la tasa de política que optimiza la función objetivo de los formuladores de política. La senda puede ser comunicada indirectamente si se ofrece al público información detallada sobre la función objetivo y el modelo económico, o suministrando información detallada acerca de la regla política y los pronósticos de variables meta de los formuladores de política. Alternativamente, y de manera más práctica, la senda puede ser comunicada directamente como una proyección sobre el horizonte de planeación relevante para la misma tasa de política.

Cierto número de posibles beneficios podrían ser asociados con la comunicación de la senda de política del banco central. Primero, el anuncio de una senda de política llevará a incrementar la transparencia y rendición de cuentas al proporcionar al público un medio de determinar si los planes de los formuladores de política son consistentes con sus objetivos. Segundo, el anuncio de una senda de política puede ayudar a anclar las expectativas de inflación a largo plazo, lo que conducirá a una mayor estabilidad en la macroeconomía. Tercero, el anuncio de la senda de política puede ayudar a los participantes en el mercado financiero a valorar los activos financieros en el mediano y largo plazo, con mayor eficiencia, reduciéndose la volatilidad del mercado financiero. Finalmente, el anuncio de la senda de política dará a los formuladores de política mayor influencia sobre las tasas de interés a mediano y largo plazo.

Por otra parte, el anuncio de una senda de política explícita puede tener ciertos inconvenientes. Las cuestiones potenciales incluyen la preocupación de que el público entienda la senda de política como un compromiso incondicional, en lugar de un plan, la preocupación de que el anuncio de una senda de política haga que los formuladores de política estén menos dispuestos a cambiar la política a la luz de nueva información, y el escepticismo ante la idea de que la senda de política pueda siquiera ser formulada, dada la complejidad, incertidumbre, y cambios inherentes a las econo-

mías modernas. Además, dados los pasos que los bancos centrales han dado ya para incrementar la transparencia, el beneficio marginal de anunciar una senda de política numérica explícita puede ser pequeño.

Teniendo en cuenta estas preocupaciones, las comisiones de política monetaria podrían tener dificultades para llegar a un consenso sobre la senda de política, especialmente cuando están compuestos de un gran número de miembros con diversas opiniones sobre los objetivos políticos, los modelos y los pronósticos económicos. Esta diversidad de puntos de vista puede ser una fortaleza para los comités de política monetaria que contradicen alguno o todos los beneficios asociados al establecimiento de un consenso sobre una senda de política explícita.

Apéndice

A fin de identificar la senda futura para la tasa de política, los formuladores de política deben pronosticar sus variables meta, sujetas a desarrollos económicos fundamentales, incluyendo todas las sendas posibles para la tasa de política monetaria. A continuación tienen que escoger la senda para la tasa de política monetaria que mejor se adecua a sus metas. La teoría económica proporciona el marco para describir de qué manera los formuladores de política pueden abordar la construcción de dicha senda de política.

Por medio de un modelo de la economía, los formuladores de política pueden determinar una senda de política, al optimizar una función objetivo, que define las metas de la política monetaria y las preferencias de los formuladores de política cuando existen *trade-offs* entre esos objetivos. El modelo estándar es típicamente con miras al futuro, en el sentido de que las expectativas sobre el futuro afectan la economía actual; los agentes son racionales, en el sentido de que forman sus expectativas con base en información completa, incluido el conocimiento del propio modelo; y los precios se ajustan gradualmente a los choques de oferta y demanda. En ese modelo, la política monetaria no sólo determina la tasa de política monetaria actual, sino que además afecta las tasas a largo plazo, por medio de las expectativas del público acerca de las tasas de política futuras.¹⁹ Cuanto más influencia tiene un banco central sobre las expectativas del público sobre las acciones futuras de política, mayor

¹⁹ Dicho modelo es conocido en la literatura económica como el nuevo modelo de equilibrio general keynesiano. Véase Woodford (2003) para examinar un ejemplo de dicho modelo.

es el potencial que posee el banco central para influir en las tasas a largo plazo de manera consistente con sus metas.

Dado tal modelo, los formuladores de política pueden escoger la senda de política que optimiza sus objetivos, expresados en forma de una función de pérdida explícita. Los formuladores de política entonces, podrían minimizar la función de pérdida. En una función de pérdida, L , toma la siguiente forma:

$$L = \sum_{i=0}^T \beta^i \{ (\pi_{t+i} - \pi^*)^2 + \lambda (y_{t+i} - y_{t+i}^*)^2 + \alpha (r_{t+i} - r_{t+i-1})^2 \}$$

Donde β es la tasa a la cual los formuladores de política descuentan en el futuro, $(\pi_{t+i} - \pi^*)$ es la desviación de la inflación, π_{t+i} del objetivo de la inflación, π^* ; $(y_{t+i} - y_{t+i}^*)$ es la desviación de la producción, y_{t+i} de su tasa potencial, y_{t+i}^* además, $(r_{t+i} - r_{t+i-1})$ es el cambio en el tiempo en la tasa de interés de política r_{t+i} . Los parámetros λ y α representan la voluntad de los formuladores de política a intercambiar entre sus objetivos para la inflación, producto y la estabilidad de la tasa de interés. Cuanto mayor sea λ mayor será la disposición de los formuladores de política de tolerar la inflación y la volatilidad de la tasa de interés para lograr una mayor estabilidad en el producto. De manera similar, cuanto mayor sea α mayor será la preferencia por suavizar las tasas de interés. La función de pérdida asume que los formuladores de política escogen el camino r_t que minimiza la variación en la inflación en torno al objetivo de inflación, en la producción alrededor de la tasa potencial del producto y en el nivel de la tasa de interés de la política en el tiempo, reconociendo que la estabilización de una variable puede ocurrir a expensas de la estabilización de otra.

El horizonte de tiempo, T , en el cual los formuladores de política trazarían una senda para la tasa de política monetaria, necesitaría ser lo suficientemente largo para permitir a la economía volver a su equilibrio de largo plazo, en el caso de que un choque desalineara la inflación o al producto, de sus metas. Este horizonte, probablemente se extendería por varios años, por causa de la persistencia de la inflación y la producción, después de un choque económico.

Los economistas han propuesto cierto número de reglas que han caracterizado la política monetaria en años recientes, y que son calibradas para acercarse al resultado de la minimización de la función de pérdida de los formuladores de política. Una de esas reglas asume la forma siguiente:

$$r_t = a(r_{t-1}) + (1-a)[(r^* + \pi_t) + b(\pi_t - \pi^*) + c(y_t - y_t^*)] + u_t$$

donde r^* es la tasa de interés real de equilibrio, de modo que $(r^* + \pi_t)$ es la tasa de interés nominal de equilibrio; y u_t media es cero, un término de desajuste de varianza finita. El banco central elige los parámetros a , b , y c , a fin de minimizar la función de pérdida sujeta a su modelo de la economía. Según esta regla, la tasa de política es incrementada si la inflación supera la meta o si la producción crece por encima de su potencial. La tasa de política es reducida si la inflación queda por debajo de la meta o la producción cae por debajo de su potencial. El parámetro a identifica la ponderación entre cero y uno, que el banco central establece al suavizar la tasa de interés política a lo largo del tiempo. El valor 0 indica no suavización de la tasa de interés, mientras que un valor mayor que 0 indica que el banco central se desvía de la recomendación política de una simple regla tipo Taylor, para suavizar la tasa de política en el tiempo.

El término de desajuste, u_t , representa el componente discrecional de la política monetaria. Excepto por este componente, los formuladores de política responden sistemáticamente a la información que llega acerca de la producción y la inflación. El término desajuste representa una forma de modelar casos en los que los formuladores pueden desviarse de su modo de abordar sistemáticamente la política para enfrentar circunstancias inusuales, tales como una crisis financiera.

Referencias bibliográficas

- Archer, David (2005), *Central Bank Communication and the Publication of Interest Rate Projections*, documento presentado en la conferencia sobre "Inflation Targeting: Communication and Effectiveness", Sveriges Riksbank, Estocolmo, 10-12 de junio.
- Banco de la República, de Colombia (2006), *Inflation Report*, Banco de la República, Bogotá, junio.
- Berg, Claes (2005), "Experience of Inflation-Targeting in 20 countries", *Economic Review*, Sveriges Riksbank, primer trimestre, pp. 20-47.
- Blinder, Alan S. (2005), *Monetary Policy by Committee; Why and How*, documento presentado en un taller sobre "Central Banking by Committee", De Nederlandsche Bank, Amsterdam, noviembre.
- Faust, Jon, y Eric M. Leeper (2005), *Forecast and Inflation Reports. An Evaluation*, documento preparado para una conferencia sobre "Inflation Targeting: Implementation, Communication

- and Effectiveness”, Sveriges Riksbank, Estocolmo, junio 10-12.
- Freedman, Charles (2003), *General Discussion: Implications of a Changing Economic Structure for Implementation of Money Policy*, simposio patrocinado por Banco Federal de Reserva de Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, pp. 286-87.
- Goodhart, Charles A. E. (2001), “Monetary Transmission Lags and the Formulation of the Policy Decision on Interest Rates”, *Review*, Banco Federal de Reserva de St. Louis, julio-agosto, pp. 165-81.
- Kuttner, Kenneth N. (2004), *A Snapshot of Inflation Targeting in its Adolescence*, documento presentado en la conferencia sobre “The Future of Inflation Targeting”, Banco de la Reserva de Australia, Sydney, 9-10 de agosto.
- Mishkin, Frederic S. (2004), *Can Central Bank Transparency Go Too Far?*, documento preparado para la conferencia sobre “The Future of Inflation Targeting”, Banco de la Reserva de Australia, Sydney, 9-10 de agosto, NBER, octubre, (Documento de Trabajo, n° 10829).
- Morris, Stephen, y Hyun S. Shin (2002), “The Social Value of Public Information”, *American Economic Review*, vol. 92, diciembre, pp. 1521-34.
- Paulin, Graydon (2006), “Credibility with flexibility: The Evolution of Inflation Targeting Regimes, 1990-2006”, *Bank of Canada Review*, vol. 92, verano, pp. 5-18.
- Rosenberg, Irma (2007), “Riksbank to Introduce Own Path for the Repo Rate”, *BIS Review*, enero.
- Rudebusch, Glenn D., y John C. Williams (2006), *Revealing the Secrets of the Temple: The Value of Publishing Central Bank Interest Rate Projections*, Banco Federal de Reserva de San Francisco, octubre (Documento de Trabajo, n° 2006-31).
- Sellon, Gordon H. (2004), “Expectations and the Monetary Policy Transmission Mechanism”, *Economic Review*, Banco Federal de Reserva de Kansas City, cuarto trimestre, pp. 5-41.
- Sibert, Anne (2006), “Central Banking by Committee”, *International Finance*, verano, pp. 145-68.
- Svensson, Lars E. O. (2005a), Social Value of Public Information: Morris and Shin (2002) are Actually Pro Transparency, Not Con, Universidad de Princeton (Documento de Trabajo).
- Svensson, Lars E. O. (2005b), *Further Developments of Inflation Targeting*, documento preparado para la conferencia sobre “Inflación Targeting: Implementation, Communication and Effectiveness”, Sveriges Riksbank, Estocolmo, 10-12 de junio.
- Thornton, Daniel I., y David C. Wheelock (2000), “A History of the Asymmetric Policy Directive”, *Review*, Banco Federal de Reserva de St. Louis, septiembre-octubre, pp. 1-16.
- Woodford, Michael (1999), *Commentary: How Should Monetary Policy be Conducted in an Era of Price Stability?*, “New Challenges for Monetary Policy”, simposio patrocinado por el Banco Federal de Reserva de Kansas City, Jackson Hole, Wyoming.
- Woodford, Michael (2003), *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton University Press, Princeton.

Banca central y regulación bancaria: ¿dónde estamos?*

José Antonio Alepuz

I. Introducción

El propósito de mi presentación es doble. En primer lugar, pretendo ofrecer de modo sumario una visión puramente jurídica de la perspectiva con la que a mi juicio deben abordarse los aspectos cruciales del fenómeno bancario, y más en concreto del denominado “marco regulatorio bancario” en un intento de abordar aunque sea someramente el problema de los paradigmas jurídicos de la ortodoxia regulatoria bancaria.

En segundo lugar, pretendo reivindicar el aspecto más netamente jurídico del diseño del modelo básico de la regulación bancaria, que es el marco jurídico por donde transitan diariamente y con total seguridad el mayor porcentaje de negocios jurídicos en cualquier sistema jurídico moderno, y seguramente el espacio jurídico al que menos tiempo dedica la comunidad jurídica en términos absolutos y relativos.

En todo caso, anticipo, mi presentación seguramente generará más preguntas que respuestas, y si es así, habrá cumplido su función por cuanto mi propósito no es otro que el de generar interrogantes que puedan encauzar posteriores discusiones sobre el tema. No oculto que en ciertas matizaciones me gustaría ser más radical de lo que expreso, y sólo mi praxis como abogado de banca central me obliga a ser más mesurado en mis conclusiones.

Pero no quiero engañarles. El mensaje final es

* Publica el CEMLA, con la debida autorización, la ponencia de J. A. Alepuz, secretario general, del Banco de España, presentada en la VIII Reunión de Asesores Legales de Banca Central, auspiciada por el Banco de España y el CEMLA, celebrada en Madrid, del 27 al 29 de junio de 2007. Las opiniones expresadas en el presente documento son exclusivamente del autor del mismo sin que constituyan en modo alguno opinión institucional del Banco de España.

claro: Creo que ha llegado el momento de que la comunidad científica empiece a perdonarnos esa peculiar aportación que los abogados hicimos a la regulación bancaria cuando a mediados del siglo XIX el Tribunal de Apelaciones Francés condenó a pena de cárcel a un banquero por prestar dinero proveniente de los depósitos de su clientela, entendiéndolo que se había producido una apropiación indebida. No es de extrañar que después de esta “magistral” aportación y de su consecuencia más perniciosa, cual fue la irregular doctrina del depósito irregular (cuya mayor irregularidad consiste en la más perfecta regularidad de dichos depósitos) se nos escuche con cierta prevención cuando hablamos de banca central y de regulación bancaria. Aprovecho pues este foro de colegas para acometer esta osada tarea en el bien entendido que Ustedes sabrán perdonarme mi osadía.

El título de mi intervención pone en relación dos conceptos que, habitual y legalmente, suelen ser objeto de análisis y regulación normativa separada. La razón por la que articulo el título de mi presentación de esa forma no es para que pensemos que existe un binomio irreductible; banca central *vis a vis* regulación bancaria, sino todo lo contrario. De hecho, pretendo persuadir de que banca central y regulación bancaria son partes integrantes de un todo superior cual es “lo monetario”. Cuando hablamos de banca central y de regulación bancaria estamos precisa y esencialmente hablando de lo mismo: del dinero y de sus procesos de creación, mantenimiento de valor y destrucción.

Esta aproximación sobre la que gira mi intervención no es gratuita ni meramente retórica. No es gratuita porque es obvio que me posiciona claramente en aspectos básicos de la regulación bancaria, y además, no por casualidad, trabajo en un banco central que es a la vez supervisor bancario.

Las pocas respuestas que ofrezco no son un homenaje a la retórica sino aquellas que a lo largo de mi ejercicio profesional me han ayudado no sólo a entender sino también a diagnosticar los principales problemas que he encontrado en diversos modelos regulatorios bancarios y de banca central que he tenido que evaluar y analizar o he colaborado en su redacción normativa.

Siempre he entendido, en esta concepción cartesiana en la que hemos sido educados los abogados continentales y de la que difícilmente podemos abdicar, aunque en el fondo el pensamiento jurídico discorra por cauces muy similares tanto en nuestro sistema como en el sistema regulatorio norteamericano que, de las respuestas que seamos capaces de dar en forma armónica dependerá la corrección de la arquitectura de un determinado modelo bancario y su adecuada imbricación en su correspondiente ordenamiento jurídico. En otras palabras, desconocer o ignorar lo básico puede llevarnos a resultados muy indeseados o a plantearnos falsos debates.

Mi tesis es casi obvia. Tengo la convicción de que cuando la regulación de banca central no está correctamente sintonizada con los fundamentos de la regulación bancaria corremos el riesgo de subvertir las funciones propias del banco central y de generar situaciones perversas en la regulación bancaria.

Para analizar esa sintonía hay que descender a los *fundamentos*. Y los cuales deben encontrarse en las respuestas a dos preguntas clave, por menores que estas preguntas puedan parecer o evidentes se antojen las respuestas. Éstas son: *i*) ¿por qué regulamos los bancos? (o el negocio de banca privada); y *ii*) ¿por qué son necesarios los bancos centrales?

II. ¿Por qué es necesario someter a regulación la actividad bancaria privada?

Si preguntamos a cada uno de los presentes por qué regulamos los bancos, lo más probable es que, seguramente, partiendo de la dificultad que siempre encierra dar una respuesta unívoca, contestemos que la razón más general sería por “seguridad” del sistema financiero, o si se quiere, por “fomentar la solvencia y estabilidad del sistema financiero”, o porque el negocio bancario genera de forma particular *riesgos de contagio*, efectos de *flight to quality* o simplemente *proporciona gran parte de la financiación de la actividad económica*. En mi opinión estas respuestas se refieren más a los efectos de la actividad bancaria que al fundamento legal de la regulación.

Si preguntamos más concretamente a aquellos abogados que tengan una formación ius-administrativista de tipo continental, cual es el título material que legitima la intervención administrativa en materia de banca (nombre que tradicionalmente le dábamos a la regulación bancaria), la respuesta se concreta algo más.

Debido al efecto multiplicador del balance bancario, los bancos que prestan dinero captado mediante depósitos a la vista (*demand deposits*) producen el efecto de crear el denominado dinero secundario. Dado que la creación del dinero es algo que la sociedad moderna reserva al Estado, en cuanto modelo de convivencia organizado, parece claro que la creación de dinero secundario –dinero a fin de cuentas– debe ser sometido a regulación. Existe pues, no sólo una justificación formal que habilita el título de intervención –la previsión legal que somete los bancos a regulación– sino también una justificación material del título formal, razón o causa última o si se quiere fundamento de la regulación.

No es pues la protección del ahorro, ni la ordenación del crédito, ni la necesidad de evitar los tradicionales déficit fiscales asociados a las crisis bancarias, donde debemos encontrar el fundamento de la regulación bancaria por muy socorridos o sugerentes que estos argumentos resulten y que en alguna ocasión hemos visto utilizar a más de un jurista. Tal fundamento, en el sentido más radicalmente discriminatorio que permite dissociarlo de otras figuras regulatorias de tipo financiero, debe encontrarse en el efecto de la creación de dinero secundario, verdadero título jurídico que legitima y fundamenta la regulación bancaria. Siendo el Estado el creador del dinero, corresponde a éste la regulación de la actividad bancaria en la medida que esta actividad, crea dinero.

Si bien es raro encontrar tal fundamento plasmado explícitamente en las legislaciones contemporáneas, no es menos cierto que la formulación negativa de tal fundamento se mantiene de forma indubitada en el general de las legislaciones que, para prevenir la denominada *intermediación financiera ilegal* prohíben la captación habitual de depósitos por quienes no tengan licencia bancaria. Obsérvese que en el caso de la intermediación financiera ilegal lo relevante es la captación de depósitos (norma de cierre del sistema) aunque desde el punto de vista regulatorio lo esencial es que con esos depósitos se financien operaciones de crédito a terceros. La característica definitoria de un banco, por definición, no es la de ser un prestador de crédito, sino la de ser un *deposit taker* para prestar dinero a terceros.

El fundamento que acaba de expresarse nos lleva de inmediato a responder dos cuestiones íntimamente ligadas. La primera es, porqué sólo los depósitos a la vista crean dinero secundario o, lo que es igual, ¿cuál es la posición jurídica del depositante *vis a vis* la de otros *stakeholders* en un balance bancario? La segunda es qué especialidades plantea el que en una estructura de balance bancario haya depositantes o lo que es igual ¿cuál es la regla de apalancamiento financiero permisible en el lado del activo y que consecuencias acarrea?

Las respuestas a estas preguntas tienen un significado distinto según se analicen desde un punto de vista económico-financiero o estrictamente legal. Económicamente, un depositante debe ser objeto de especial protección por las dificultades que tiene para dar seguimiento al negocio bancario frente a las facilidades que tienen otros *stakeholders*. Jurídicamente el fundamento de su protección es otro.

Desde un punto de vista jurídico, los depósitos de dinero a la vista, en el estadio actual de la evolución de la teoría jurídica del dinero, en la que al menos las denominadas *hard currencies* responden al denominado patrón sustantivo por contraposición y superación del patrón metálico o el patrón fiduciario, son simples depósitos de valor –valor en su estado más puro– y, por ende son depósitos absolutamente regulares siendo el estándar de dicho valor el que precisamente corresponde al importe dinerario o estándar de valor depositado. Esta característica permite diferenciar el depósito bancario del depósito de otros bienes aptos para el mantenimiento o la creación de valor cuyo estándar de valor se define por referencia a su precio de compraventa.

Los depósitos de dinero a la vista son entonces auténticos depósitos pues, si tal y como pretendía la malhadada doctrina del depósito irregular fueran préstamos, transmitirían entonces la propiedad de lo prestado al banco depositario –pues el préstamo desde el derecho romano hasta la fecha es un negocio traslativo del dominio–, lo que indefectiblemente los convertiría en recursos propios de la entidad bancaria, mientras que el contrato de depósito nunca fue título bastante para provocar la transmisión de la propiedad.

Por el contrario, los depósitos bancarios participan de la misma esencia de la figura del depósito debido a que el depositante mantiene la propiedad de lo depositado y su valor se materializa precisamente en el valor de los activos de la entidad. Esta materialización del valor de los depósitos constituye el fundamento último de la supervisión bancaria y determina la medida de la “pervasivi-

dad”, penetrabilidad o intensidad del modelo regulatorio bancario frente a otros modelos regulatorios financieros.

La protección jurídica del depositante se concreta naturalmente y como mínimo en la exigencia de instrumentos que permitan el reembolso inmediato del valor (mantenimiento del coeficiente de reservas mínimas/liquidez/caja/encaje, figuras basadas en la doctrina de la atomización del riesgo y del establecimiento de provisiones matemáticas) y la necesidad de que, en caso de liquidación del balance bancario el depositante cuente *ex lege* con un derecho preferente de reembolso bien sea un efecto próximo a la *separatio ex iure domino* o a la figura de la *priority or superpriority of claims* reconocida en otras legislaciones.

Sólo los depósitos a la vista (también denominados depósitos en cuenta corriente) tienen la aptitud de permitir esa creación de dinero secundario al momento de ser prestado su valor a un tercero en forma de crédito bancario, luciendo en el pasivo del balance bancario como un apunte representativo de un activo líquido del depositante –de valor constante en términos de la propia moneda en que está expresado el depósito– y luciendo en el activo del balance bancario como un crédito dinerario del acreditado.

Sólo los contratos de depósito (es decir, aquellos que nominal y objetivamente constituyen un contrato bancario de depósito) pueden generar este peculiar efecto de creación de dinero secundario al tiempo de ser prestados a un tercero, sin que otras figuras más o menos próximas o de efecto económico equivalente, produzcan dicho efecto. De lo contrario correríamos el riesgo de considerar como contrato de depósito de dinero a cualquier contrato sinalagmático cuyo precio se pacte en dinero. No debemos pues confundir el hecho de que sólo los verdaderos depósitos bancarios a la vista produzcan el efecto de creación de dinero secundario, con el hecho de que el general de las legislaciones contengan prevenciones sobre la apelación a fondos reembolsables del público para evitar que mediante la utilización de figuras interpuestas se capten depósitos de dinero a la vista, o, inversamente, se pretendan considerar como depósitos de dinero lo que no lo es con el objeto de otorgar a los titulares de determinados saldos dinerarios la protección jurídica que el ordenamiento dispensa al depositante bancario.

Tan especial resulta la figura del depósito de dinero, por los efectos de creación de dinero secundario que produce, que, a pesar de su regularidad jurídica, sólo pueden captarlo los bancos. De hecho, de los contratos subjetivamente bancarios, sólo dos lo son con carácter imperativo: el contrato

de cheque (que siempre exige un banco) y el contrato de depósito bancario a la vista (que siempre exige la presencia de un banco).

Técnicamente, del listado de *stakeholders* que aparece en el pasivo de un banco, sólo los depositantes son *propietarios* (o al menos poseedores en concepto de dueño).

La exégesis que acaba de practicarse está tan alineada con la realidad de las cosas que la fuerza de los acontecimientos y la evitación de los riesgos o la perversión de incentivos asociados a los primitivos Fondos de Garantía de Depósitos ha llevado a estas figuras originalmente diseñadas para ser “mitigadoras del riesgo de reembolso al depositante” a construirse como elementos que permiten –en el peor de los casos– financiar la realización de esquemas de “resolución bancaria” (*bank resolution*), evitando que el depositante salga precisamente del sistema bancario, es decir evitando la destrucción del mecanismo de formación del dinero secundario, y evitando la erosión de la confianza de los depositantes en el sistema. Hoy, podemos perfectamente decir, hemos pasado del Fondo tipo *pay box* al Fondo tipo *pay off*, fundamentalmente a través del uso de las técnicas de *purchase and assumption* donde en esquemas de liquidación del balance bancario se venden los activos y se asumen los depósitos asociados a los mismos como ocurre con el sistema seguido entre otros por la Corporación Federal de Seguros de Depósito estadounidense (FDIC, por sus siglas en inglés).

El balance bancario presenta pues una serie de especialidades debido a la presencia de depositantes. La primera y más importante especialidad es que precisamente por la presencia de depositantes se trata de un balance de negocio más que un balance patrimonial, obedeciendo su composición más a la estructura fiduciaria propia de los antiguos fideicomisos que a un balance de la entidad en sentido propio. Esto determina importantes consecuencias desde la perspectiva de la “resolución del balance bancario” en caso de las entidades con problemas, pues en suma se trata de desagregar siempre la parte “bancaria del balance” con anterioridad a la meramente corporativa (balance residual). Una visión parecida la tenemos en la actualidad con las modernas estructuras de titularización de activos hipotecarios.

Por otro lado, tenemos que tener presente la conclusión, alcanzada después de muchos años de vacilaciones legales, y que hoy es clara, de que no podemos aplicar –por paradójico que parezca– las reglas que gobiernan la bancarrota, a los bancos, dado que el efecto de suspensión de pagos, con el que se inician usualmente estos procesos, cuando se produce en un banco, demuestra que la insol-

vencia técnica se produjo hace mucho tiempo, por cuanto las propias reglas de funcionamiento del negocio bancario (captación de depósitos) facilitan la ocultación de la situación de insolvencia. Para evitar efectos próximos al esquema de Ponzi, el disparador de la liquidación debe encontrarse pues en una noción previa de “insolvencia regulatoria” que no es otra que el incumplimiento de la razón de adecuación de capital, regla que determina el grado máximo de apalancamiento financiero y de crecimiento exponencial del activo, y razón que cuando tiende a cero comporta la ausencia absoluta de incentivos correctos para el mejor manejo del negocio dado que el gestor no pone nada en riesgo, y el apalancamiento financiero deviene infinito.

En síntesis, no quisiera llevarles a la conclusión de que los marcos regulatorios bancarios de la mayoría de los países de nuestro entorno, no descansan sobre bases jurídicas claras (aunque en ocasiones esto pueda ser más un producto de la casualidad que de la reflexión). Lo cierto es que en ocasiones no son lo suficientemente explícitas o parecen inexploradas. En cualquier caso, esto evidencia la sabiduría de nuestros clásicos al practicar aquellos deslindes conceptuales, pero también evidencia la temeridad de aquellos que sin conocer las bases del modelo jurídico se atreven a alterar el orden de los incentivos que se esconden en nuestras figuras legales más clásicas. Como decía Hayek, las malas normas, por pequeñas que sean, producen “efectos mariposa” en el ordenamiento jurídico. Yo sostengo, que la realidad tiene tanto empeño en revelarse que al final el sentido común nos devuelve de lleno a la ortodoxia. El problema son siempre los costos intermedios.

III. ¿Por qué hay bancos centrales?

La respuesta en este caso necesita de menos elaboración que la pregunta anterior y pertenece al género de las evidencias newtonianas: Hay bancos centrales porque hay bancos privados. Su existencia, la de los bancos centrales, se impuso como necesidad desde que el dinero pasó de ser una *commodity tangible* (patrón metálico) a una *security* (patrón fiduciario), permaneciendo dicha necesidad y afianzándose cuando el dinero, en el caso de las *hard currencies* ha pasado a ser una *commodity intangible* (patrón sustantivo) y cualquiera que sea la forma en que este se represente (papel, moneda, apunte contable o moneda escritural).

El auténtico precedente de los bancos centrales actuales, debe encontrarse en aquellos bancos dotados del denominado privilegio del monopolio

de emisión de billetes de banco dotados de plena capacidad solutoria en los pagos de obligaciones dinerarias, es decir investidos de *legal tender* o efecto de curso legal. Obsérvese que creado el dinero por el Estado, éste solo puede constituirse en medio de pago de curso legal si se desplaza la posesión del mismo a terceros vía contratos de entrega de bienes o prestación de servicios a cambio de un precio. También se consiguió ese desplazamiento posesorio del dinero a través de la importante figura del “redescuento” en cuyos contornos, en ocasiones difusos, comienza a aparecer la figura del “prestamista de última instancia”, figura de la que existen tantas definiciones como personas a las que se pregunte. Por cierto, no hay mucha diferencia conceptual entre aquellos redescuentos y las operaciones actuales de política monetaria. Aquellas eran operaciones OTC y estas lo son fundamentalmente de mercado abierto. En ambos escenarios, la política monetaria sólo puede implementarse en un escenario de “déficit estructural de liquidez”.

Sentado lo anterior, la relación entre los bancos privados y los primitivos bancos centrales se definió inicialmente como una mera relación comercial, a través de la técnica del redescuento bancario. Rápidamente, esta percepción inicial va suavemente mutando hacia una aproximación “pseudo-concesional” del negocio bancario en el que el banco central se percibe como banco de bancos y los bancos privados como una suerte de franquicia o sucursal del banco central.

Esta aproximación –que he dado en llamar “pseudo-concesional”– del modelo regulatorio bancario y de banca central presentaba como características más genuinas del modelo las siguientes: *i*) la implementación de la política monetaria y cambiaria a través de instrumentos directos; *ii*) el otorgamiento discrecional de la licencia bancaria y la conformación de la licencia bancaria como una lista de actividades mercantiles reservadas a los bancos; *iii*) el establecimiento de “medidas de intervención” patrocinadoras de la técnica del “rescate concesional”; y *iv*) el otorgamiento a los bancos de determinados privilegios de ejecución de sus créditos.

Cada vez existen menos vestigios, en casi todas las legislaciones actuales, de esta aproximación pseudo-concesional del modelo regulatorio bancario y de banca central cuyos riesgos más conocidos son el riesgo de “coadministración del negocio bancario” y el “riesgo moral”. Esta aproximación fue sin duda debida a la conmixtión conceptual entre lo que en economía se denomina bien público y en derecho conocemos por servicio público, palabras que lejos de ser sinónimas constituyen el

fundamento la primera de un régimen regulatorio y la segunda de un régimen concesional.

Esta aproximación conceptual al modelo bancario permite en un determinado momento entender la por entonces embrionaria supervisión bancaria como una competencia orientada a la “ordenación del crédito sectorial”, instrumento más de política económica o fiscal que de carácter monetario, y por lo tanto no necesariamente sujeta al principio de independencia o autonomía del banco central respectivo, independencia que, encaminada inicialmente al mantenimiento del patrón oro, se generaliza en la década de los cincuenta con el objetivo de que los bancos centrales realizaran una función esterilizadora de la política económica y preservaran la estabilidad de precios, o dicho en términos jurídico-monetarios, el mantenimiento del valor del dinero. Surgió así el supervisor bancario diferenciado del banco central. El banco central miraría al pasivo bancario (liquidez), el supervisor bancario al activo (solventía).

La cuestión, oscurecida hoy a mi juicio por el falso debate sobre la existencia o no de conflictos de interés dentro de los bancos centrales con funciones supervisoras, - algo que de existir sería enteramente mitigable mediante técnicas organizativas menos radicales, y que evidencia que la gobernanza de los bancos centrales no puede contemplarse desde una aproximación meramente corporativa, sino teniendo presente y entre otros el nivel de institucionalidad de cada país, es analizar si la técnica de coordinación entre banco central y supervisor bancario –cuando son entidades distintas– es suficiente o no, en la medida que el banco central cuando realiza un préstamo a un banco, propiamente en ejecución de la política monetaria, tiene que tener el conocimiento directo de que no existe riesgo de contrapartida, pues si tal riesgo existe no estaremos subviniendo el déficit estructural de liquidez sino –a lo mejor– disfrazando un problema de solventía del balance.

En la actualidad, las enseñanzas de las crisis bancarias han cristalizado en un modelo regulatorio donde la relación entre el banco central y las entidades bancarias se ha alejado aparentemente del modelo pseudo-concesional. En este alejamiento seguramente ha influido más los problemas de reparto del costo de las crisis bancarias que la preservación de la ortodoxia regulatoria. Y seguramente esa visión histórica es la que sigue influyendo poderosamente en aquellos que preconizan que los costos de las crisis bancarias debe soportarlas el Estado y no los bancos centrales. Yo sostengo otras opiniones al respecto.

El primer acuerdo de capitales (Basilea I) y los principios básicos suponen una certificación de

defunción definitiva del modelo pseudo-concesional en la medida que se empiece a vislumbrar la actividad bancaria en sus estrictos términos. El *hardware* fundamental de Basilea I no es otro que el reconocimiento de que la actividad bancaria es netamente un negocio privado sometido a regulación y por tanto los riesgos del negocio son siempre riesgos de la entidad que lo lleva a cabo. Tal regulación se constituye técnicamente en un régimen administrativo denominado tradicionalmente “autorización de funcionalidad operativa o vínculo permanente”, lo que determina que además de las condiciones de autorización de inicio de operaciones, existe la obligación de mantener las condiciones mínimas de la autorización durante toda la vida de la entidad autorizada. No obstante, de entre todos los regímenes administrativos de funcionalidad operativa o vínculo permanente, el marco regulatorio bancario es probablemente el más penetrante de todos ellos merced a la configuración de la supervisión bancaria como un análisis valorativo de activo del balance bancario, con la aplicación de las correspondientes provisiones o castigos del portafolio, que en la actualidad, tras Basilea II no sólo mira al riesgo de crédito sino a todos los riesgos desagregables dentro del negocio bancario, porque tal negocio no es descomponible y todos los riesgos se proyectan con mayor o menor intensidad sobre el valor de la cartera.

Desde esa perspectiva, no es aventurado sostener que, hoy en día, la supervisión bancaria es el último instrumento directo de política monetaria o si se quiere la condición necesaria para que esta pueda llevarse a cabo en forma eficaz.

He indicado anteriormente que el modelo pseudo-concesional ha sido aparentemente desterrado. No me estoy con ello refiriendo a que la supervisión bancaria no sea lo que debe ser, o que las normas prudenciales no sean cada vez más refinadas, sino a la existencia de una pluralidad de universos regulatorios que se proyectan sobre los bancos sin que tan siquiera haya una mínima medición del impacto normativo. Me estoy refiriendo a lo atractivo que para otras áreas regulatorias

pueda resultar el hacer pivotar el ejercicio de sus facultades sobre sujetos que actúan ordenadamente en los mercados financieros (los bancos). La cuestión es hasta que punto el fenómeno de la hiperregulación no es tributario en sí mismo de aquella visión pseudo-concesional de la banca que pueda hacerla visionar como algo más que un negocio privado regulado, haciéndole soportar una serie de cargas administrativas más propias de otras posiciones jurídicas.

Señoras y señores, banca central y regulación bancaria constituye un mundo jurídicamente complejo en donde posiblemente se hayan acuñado los fundamentos regulatorios de los que se han nutrido otros sectores de la moderna regulación no sólo financiera sino también de técnicas utilizadas por reguladores de sectores de la economía real. La intensidad regulatoria del modelo no siempre es extrapolable a otras áreas regulatorias porque la intensidad debe venir determinada por la finalidad de la propia regulación. En el tránsito histórico de este modelo regulatorio se han producido brechas entre la realidad bancaria y la previsión normativa y sobre todo una evolución de la teoría jurídica del dinero que no siempre se ha contemplado en la evolución de los textos legales. En particular y desde el punto de vista jurídico, entiendo que todavía no nos hemos concienciado de que los bancos son “animales” jurídicos distintos a las meras corporaciones aunque participen de la vestidura o ropaje de dichas corporaciones. Su particular estructura de balance debiera ameritar alguna suerte de tratamiento contable diferenciado, pues no son meras corporaciones dedicadas a la compraventa de bienes o servicios a cambio de un precio. Tampoco estoy muy seguro que las técnicas de supervisión bancaria, sus instrumentos y riesgos asociados hayan sido objeto del necesario refinamiento jurídico y, desde luego, las legislaciones bancarias (y de banca central) son en general, manifiestamente mejorables.

Permítanme pues concluir con una breve adición al título de esta presentación. Banca central y regulación bancaria: ¿dónde estamos... los juristas?

Una propuesta para la medición, seguimiento y regulación del riesgo de liquidez en Colombia*

Juanita González Uribe
Daniel Esteban Osorio Rodríguez

I. Introducción: definiciones

La importancia de dar seguimiento y regular adecuadamente el riesgo de liquidez está asociada con el riesgo sistémico y con la estabilidad del sistema financiero. Si las entidades no miden bien el riesgo de liquidez y este no está bien regulado, un choque de liquidez puede afectar la posición de las entidades financieras.

Antes de diseñar un esquema de regulación, es apropiado establecer una definición operacional del riesgo de liquidez.¹ La literatura ofrece dos definiciones complementarias del riesgo de liquidez. La primera se encuentra asociada a la incapacidad de un banco de cumplir sus obligaciones en el momento correspondiente, debido a la carencia de recursos líquidos con los cuales hacerlo (Basel Committee on Banking Supervisión, 2000).

De acuerdo con esta definición, la estructura del balance de los bancos se encuentra dividida en activos y pasivos de corta y larga duración. Siempre que los activos líquidos de una entidad no alcancen a cubrir sus pasivos líquidos, el riesgo de liquidez es alto. En este caso, ese “faltante de liquidez” debe ser cubierto ya sea mediante la liquidación de alguna porción del portafolio líquido o mediante la sustitución de pasivos líquidos por pasivos de mayor vencimiento.

De lo anterior se extraen dos condiciones para

* Publica el CEMLA, con la debida autorización, el artículo de J. González Uribe y D. Esteban Osorio Rodríguez, funcionarios del Departamento de Estabilidad Financiera, del Banco de la República, Colombia. Este es un documento de trabajo informativo que no compromete al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

¹ El término operacional hace referencia a que la definición debe ser cuantificable y fácil de seguir por parte de las entidades financieras y de los organismos de supervisión.

el buen manejo del riesgo de liquidez. La primera de ellas consiste en medir con la mayor precisión posible el faltante. Esto implica conocer, por ejemplo, no sólo el perfil de vencimiento de activos y pasivos, sino la probabilidad de que sean recontraídos. La segunda se refiere a una adecuada capacidad para liquidar activos ilíquidos o sustituir pasivos en el momento en que sea necesario hacerlo.

A partir de la crisis financiera de finales de la década pasada, pero especialmente tras los eventos que llevaron a la liquidación “ordenada” (por parte del Banco Federal de Reserva de Nueva York) del fondo LTCM (*Long Term Capital Management*) en 1998, algunos trabajos han propuesto una nueva concepción del riesgo de liquidez que enfrentan los establecimientos financieros.

La idea que subyace en estos trabajos tiene que ver con el hecho de que la medición de faltantes de liquidez (como sugiere la visión tradicional) no captura adecuadamente las necesidades de liquidez de las entidades en períodos de estrés.² La razón estriba en que, en tales situaciones, el intento rápido de una entidad por liquidar parte de sus activos ilíquidos (con el objeto de reducir su faltante) puede verse limitado por la liquidez del mercado. En presencia de un choque sistémico, dicha liquidez de mercado resulta ser una restricción a la solución del faltante de liquidez de las entidades. Cabe notar que dicha restricción potencial no está considerada en la primera definición.

Todo esquema regulatorio alrededor del riesgo de liquidez debe procurar hacer frente a las dos definiciones planteadas, con el objetivo de minimizar

² Los trabajos a partir de los cuales se basan los siguientes párrafos son: Muranaga y Ohsawa (1997), Upper (2000), Borio (2004), Allen y Gale (2002), Bangia *et al.* (1998).

la materialización del riesgo en la forma de crisis de liquidez.

El objetivo de este documento es presentar una propuesta alternativa de medición, seguimiento y regulación del riesgo de liquidez en el sistema financiero colombiano. Para ello, se divide en seis secciones. La segunda de ellas expone el esquema regulatorio actual, así como sus principales inconvenientes. La tercera sección expone algunas metodologías de medición alternativas que se encuentran en funcionamiento en la actualidad, y con base en las cuales será estructurada la propuesta. Esta última se presenta en la cuarta sección, mientras que la quinta revisa algunas condiciones para su puesta en práctica. Finalmente se presentan algunas reflexiones que suscitan el esquema a manera de conclusión.

II. Regulación actual de riesgo de liquidez en Colombia

1) Brecha de liquidez

La actual regulación de riesgo de liquidez en Colombia se encuentra contenida en la Circular Externa 100 de 1995, cap. VI de la antigua Superintendencia Bancaria. De acuerdo con esa circular, las entidades deben establecer su grado de exposición al riesgo de liquidez, mediante el análisis del descalce en plazos de maduración entre las posiciones activas, las pasivas y las de fuera de balance. Para tal efecto, se distribuyen los saldos de cada instrumento en bandas de tiempo de acuerdo con sus vencimientos contractuales o esperados. Se entiende por “vencimiento esperado” aquel que es necesario estimar mediante análisis estadísticos de datos históricos, debido a que para algunos elementos de los estados financieros no se conocen las fechas de vencimiento.

Con base en lo anterior, se determina la brecha de liquidez del período, definida como la diferencia entre los activos más las contingencias deudoras y los pasivos más las contingencias acreedoras. Cuando la brecha de liquidez acumulada para el plazo de tres meses es negativa, ésta se denomina valor en riesgo por liquidez. La regulación estipula que los establecimientos de crédito no podrán presentar en dos evaluaciones consecutivas un valor en riesgo por liquidez mayor, en términos absolutos, al de los activos líquidos netos.³ Las evaluaciones se deben realizar mensualmente.

³ Los activos líquidos netos están comprendidos por el disponible, los fondos interbancarios vendidos y pactos de reventa

2) Principales inconvenientes

La brecha de liquidez presenta dos inconvenientes principales que hacen que este instrumento pierda validez para capturar el fenómeno de riesgo de liquidez bajo las definiciones presentadas anteriormente. En primer lugar mientras el riesgo de liquidez es un fenómeno que se materializa en períodos muy cortos de tiempo, la brecha de liquidez se calcula mensualmente para un horizonte de tres meses. Un período de medición tan largo dificulta la identificación de una crisis de liquidez con suficiente anticipación.

En segundo lugar, los componentes de la brecha de liquidez adolecen de problemas de medición, lo cual ocasiona que los requerimientos de fondos, y por ende el riesgo de liquidez efectivo que enfrenta cada entidad, no sean adecuadamente capturados por la medida. Desde el punto de vista de los pasivos es imposible para la Superintendencia Financiera (SF) bajo los esquemas actuales discernir el método empleado por las entidades para calcular los vencimientos esperados. Adicionalmente, en un escenario donde ese cálculo es difícil de capturar no existen marcos de referencia para llevarlo a cabo. Finalmente, la brecha de liquidez supone que las entidades cuentan con un portafolio de activos líquidos netos que puede ser redimido en el mercado a los precios observados en el momento de la valoración. Sin embargo, como se mencionó anteriormente, este supuesto es muy difícil de sostener si la liquidez de mercado se incluye en los cálculos de riesgo de liquidez.

III. Metodologías actualmente en funcionamiento

En esta sección se presentan dos metodologías de cálculo de riesgo de liquidez que serán útiles para el diseño de una propuesta alternativa a la actual brecha de liquidez.

1) Razón de pasivos no cubiertos (RPNC) del Departamento de Estabilidad Financiera del Banco de la República

La medición de riesgo de liquidez en el Departamento de Estabilidad Financiera (DEFI) del Banco de la República (BR) está basada en el cálculo estadístico de los pasivos susceptibles de ser redimidos de las entidades financieras.⁴ Estos están compuestos por la totalidad de los pasivos líquidos

menos los fondos interbancarios comprados y pactos de recompra, y las inversiones negociables.

⁴ Esta metodología se utilizó hasta la edición de marzo de 2006 del Reporte de Estabilidad Financiera.

(*PL*) sumada al componente *transitorio* de los demás pasivos (*PTr*).⁵ Este cálculo supone que la totalidad de pasivos líquidos es susceptible de ser redimida en el corto plazo. Para cumplir con estas necesidades de liquidez, la entidad cuenta con la totalidad de sus activos líquidos (*AL*), que puede redimir en caso de que las necesidades de liquidez se hagan efectivas.

Utilizando la información proveniente de los balances de las entidades financieras, la medición del riesgo de liquidez corresponde a la construcción de la *RPNC* de acuerdo con la siguiente expresión:⁶

$$RPNC = \frac{(PTr + PL) - AL}{AT - AL}$$

donde *AT* corresponde a activos totales, y el resto de elementos a lo mencionado anteriormente. El numerador de la expresión es la diferencia entre los pasivos susceptibles de ser redimidos y los activos líquidos, mientras que el denominador está compuesto por los activos no líquidos.⁷ Si la *RPNC* es positiva, la entidad no cuenta con suficientes activos líquidos para cubrir sus obligaciones susceptibles de ser redimidas. En este caso, el riesgo de liquidez es alto. Lo contrario ocurre si la *RPNC* es negativa. En síntesis, la lectura de la *RPNC* corresponde a:

| <i>RPNC</i> | <i>Motivo</i> | <i>Riesgo de liquidez</i> |
|-------------|-----------------|---------------------------|
| Positiva | $PTr + PL > AL$ | Alto |
| Cero | $PTr + PL = AL$ | Medio |
| Negativa | $PTr + PL < AL$ | Bajo |

En comparación con la brecha de liquidez de la Superintendencia Financiera (SF), la *RPNC* explícitamente ofrece un método estadístico para calcular el vencimiento esperado (en el lenguaje de la circular 100 de 1995). Al estar basado en información proveniente de la misma entidad, la única posibilidad de aumentar la frecuencia de seguimiento del indicador es que la SF recopile más frecuente-

⁵ El componente transitorio de las obligaciones se determina mediante la aplicación del filtro de Hodrick-Prescott a las series de pasivos. Ver Hodrick y Prescott (1997). Para capturar la volatilidad individual de los depósitos, este cálculo se lleva a cabo no sólo para el agregado del sistema sino para cada una de las entidades por separado.

⁶ El espíritu de la expresión proviene de Dziobek, Hobbs y Marston (2000).

⁷ De acuerdo con Dziobek, Hobbs y Marston (2000), la diferencia entre los pasivos susceptibles de ser redimidos y los activos líquidos debe escalarse por los activos no líquidos, con el fin de que los bancos más grandes no se vean favorecidos en razón a que tienen un monto de operaciones mayor.

mente la información proveniente de la hoja de balance de las entidades financieras.

2) *El Sterling Stock Liquidity Ratio (SSLR) de la Financial Services Authority (FSA) en el Reino Unido*

La oficina regulatoria del Reino Unido encargada de dar seguimiento al riesgo de liquidez del sistema financiero (FSA) estipula la construcción de un indicador basado en información proveniente de la hoja de balance de las entidades del sistema financiero. Este indicador comparte el espíritu de la brecha de liquidez y de la *RPNC*, en tanto intenta aproximarse a la diferencia entre los pasivos a ser redimidos y el colchón de los activos líquidos. Sin embargo, y de forma alternativa a los indicadores anteriores, el indicador no calcula la resta sino la razón entre estos dos componentes del balance. En particular, la forma del indicador es la siguiente:

$$SSLR = \frac{AL}{FN + 5\%DPM}$$

donde *FN* corresponde al flujo de pagos neto que el banco debe cubrir durante los siguientes cinco días hábiles al cálculo del indicador; y *DPM* hace referencia a los depósitos minoristas de corto plazo.

A diferencia de lo efectuado por la SF, el FSA monitorea este indicador sobre una base diaria para cada uno de los bancos pertenecientes al sistema. En la práctica, cada banco debe informar diariamente a la autoridad el valor del *SSLR*, así como asegurarse de mantenerlo por encima de uno, lo cual implica que el portafolio de activos líquidos por lo menos iguale el vencimiento esperado. Adicionalmente, el flujo de pagos es calculado con un horizonte de cinco días, lo cual permite observar mucho más de cerca la evolución de los requerimientos de liquidez de una entidad. Al igual que la *RPNC* hace explícita la forma en la cual debe ser calculado el vencimiento esperado.

IV. Propuesta regulatoria

Con base en lo discutido anteriormente sobre los inconvenientes que presenta la brecha de liquidez como herramienta de regulación del riesgo de liquidez y las ventajas asociadas a los dos instrumentos de medición resumidos anteriormente, esta sección propone una nueva metodología para medir, dar seguimiento y regular el riesgo de liquidez. La nueva metodología propuesta, al igual que las anteriores, está basada en el seguimiento continuo

de la hoja de balance de las entidades supervisadas. Con base en esa información se propone la construcción del siguiente indicador:

$$IRL = FNC + X\%D - ALM$$

donde *FNC* hace referencia al flujo de pagos neto de origen contractual en un horizonte de cinco, treinta o noventa días hábiles; *D* es el volumen de depósitos de la entidad y *ALM* corresponde al portafolio de activos líquidos netos calculado de forma tal que se incluyan elementos de liquidez de mercado. Esta metodología mejora en dos aspectos con respecto al caso de la brecha de liquidez. En primer lugar, el indicador avanza en la medición de los componentes incluidos en la brecha de liquidez. En el caso de los pasivos el indicador se basa en la metodología británica para estimar el componente susceptible de ser redimido. En particular, el indicador exige calcular el flujo de pagos originado en obligaciones contractuales (cuya naturaleza no es incierta), a lo cual añade arbitrariamente un porcentaje *X* del acervo de depósitos que varía de acuerdo al horizonte de medición del *IRL*.⁸ Estos dos elementos resumen el faltante potencial que enfrenta una entidad. Por otra parte, el cálculo de *ALM* difiere de las metodologías anteriores en tanto la valoración que se hace del portafolio de activos líquidos incluye explícitamente el efecto que tiene la liquidez del mercado sobre el valor de dicho portafolio, y por ende, sobre el precio que efectivamente se recibe por el portafolio en el mercado. En este sentido, el término *ALM* captura el tamaño efectivo del colchón del banco que eventualmente sería utilizado en el pago del faltante.

En este orden de ideas, una variable que permite aproximarse al efecto de la liquidez del mercado sobre el precio que enfrentan las entidades es el descuento que ejerce el BR sobre los títulos de deuda pública en el momento de realizar operaciones repo con las entidades financieras (*haircut*). En la medida en que el BR es el prestamista de última instancia, el *haircut* es el peor descuento que estaría dispuesto a aceptar una entidad sobre su portafolio de inversiones. Por tal motivo, la valoración de este portafolio en términos del riesgo de liquidez no debe hacerse a los precios del mercado sino a los precios corregidos por el *haircut*, \hat{P} :

$$\hat{P} = P * (1 - h)$$

donde *P* es el precio de mercado y *h* es el *haircut*

⁸ *X* debe ser mayor entre más corto sea el horizonte utilizado.

aplicado por el BR sobre las inversiones negociables.

Debido a que los activos líquidos netos de la brecha de liquidez de la SF incluyen posiciones de la hoja de balance que constituyen liquidez inmediata (por ejemplo, disponible y fondos interbancarios), los únicos activos líquidos sujetos a la valoración teniendo en cuenta la liquidez del mercado son las inversiones negociables y la posición neta en moneda extranjera. Es por este motivo que, adicional al *haircut* de las inversiones negociables mencionado anteriormente, debe ser calculado un *haircut* correspondiente a la posición neta en moneda extranjera [$\hat{P}_{me} = P_{me} * (1 - h_{me})$ donde P_{me} es el valor de mercado de la posición neta en moneda extranjera].⁹

El portafolio de activos líquidos netos se valora, en consecuencia, utilizando los precios calculados con las expresiones anteriores. En este sentido $ALM = \hat{P} * IN + \hat{P}_{me} * PNME + (AL - IN - PNME)$, donde *PNME* corresponde a la posición neta en moneda extranjera.

La incorporación de *IRL* en la medición del riesgo de liquidez supera de esta forma los problemas hallados en el cálculo de los componentes de la brecha de liquidez, y por esta vía, ofrece una mejor aproximación a la incidencia real del riesgo de liquidez.

Finalmente el segundo aspecto en el cual *IRL* avanza sobre la medición tradicional del riesgo de liquidez es la frecuencia de seguimiento. La siguiente sección explora los requerimientos prácticos alrededor de la puesta en marcha de esta metodología.

V. Puesta en práctica del esquema regulatorio

En la práctica el seguimiento del *IRL* debe ser diario. El funcionamiento de éste puede seguir de cerca las prácticas del FSA. En el sentido en que las entidades deben suministrar información sobre *IRL* diariamente y garantizar que el valor del indicador es menor o igual a cero, la puesta en práctica del *IRL* requiere entonces información diaria sobre la hoja de balance de las entidades reguladas así como de los *haircuts* utilizados por el BR.

Finalmente, en el espíritu de los estándares de capital del Comité de Basilea, es importante enfatizar que la metodología de cálculo del *IRL*

⁹ El DEFI se encuentra trabajando actualmente en la construcción del descuento para las posiciones en moneda extranjera. El VAR a un día para dólares y el uso de la devaluación implícita calculada por el DODM son las dos propuestas que se encuentran en estudio.

mencionada anteriormente debe ser interpretada como la metodología estándar a la cual las entidades reguladas tienen la opción de adherirse. Sin embargo, estas deben contar con la posibilidad de diseñar metodologías propias para el cálculo de los componentes del *IRL*, en particular, en torno a la medición del vencimiento esperado.

La SF deberá evaluar la pertinencia del esquema escogido por cada entidad para capturar la incidencia del riesgo de liquidez en cuanto al vencimiento esperado. Por esta última razón la puesta en práctica de este esquema exige una alta capacidad de supervisión por parte de la SF. Es necesario hacer énfasis en que la forma general del *IRL* no varía a través de las entidades: en otras palabras, únicamente exige que la resta de sus dos componentes debe ser igual o menor a cero día tras día. Lo que permanece sujeto a la decisión de las entidades es la adherencia a los parámetros de cálculo establecidos por la SF o la construcción de un esquema propio de cálculo de los componentes del *IRL*.

VI. Conclusiones

La puesta en práctica de un esquema de regulación con base en el *IRL* suscita reflexiones adicionales.

En la práctica, el esquema de regulación propuesto equivale a un requerimiento de liquidez impuesto sobre las entidades financieras. En este sentido, equivale a lo que se venía haciendo con la brecha de liquidez.

Con base en la experiencia del sistema financiero chileno, es interesante plantear la posibilidad de que los componentes del *IRL* varíen de acuerdo con la naturaleza de los pasivos de la entidad. Particularmente, la distinción entre pasivos mayoristas y minoristas contribuiría a capturar mejor la dinámica del riesgo. Sin embargo, en Colombia la información a este respecto es limitada.

Un elemento que no está presente en la propuesta mencionada en la sección anterior es la penalización que enfrentaría una entidad bajo la eventualidad de no cumplir con un *IRL* negativo. A este respecto es importante mencionar que la penalización debería depender de la naturaleza del choque que lleva a una entidad a no poder cumplir con esta restricción. Correspondería a la SF analizar y establecer los mecanismos por intermedio de los cuales esta penalización sería ejecutada.

Es necesario que la SF diseñe los mecanismos por intermedio de los cuales la información concerniente a la posición en *IRL* de las entidades se difunde al público. Es importante resaltar que la

difusión apropiada de esta información puede reducir el pánico financiero cuando los problemas de liquidez no implican problemas de solvencia en una entidad. Sin embargo, este esquema de difusión debe ir acompañado de una estrategia mucho más amplia acerca de la divulgación de la información en torno a la situación financiera de las entidades.¹⁰

Referencias

- Allen, Franklin y Douglas Gale (2002), *Liquidity, asset prices and systemic risk*, Risk measurement and systemic risk, Committee on the Global Financial System.
- Bangia, Anil, Francis Diebold, Til Schuermann y John D. Stroughair (1998), *Modelling liquidity risk*, Wharton School of Management.
- Basel Committee on Banking Supervision (2000), *Sound practices for managing liquidity in banking organizations*, publicaciones del Comité de Basilea para la Supervisión Bancaria.
- Bervas, Arnaud (2006), "Market liquidity and its incorporation into risk management", *Financial Stability Review*, Banque de France, mayo.
- Borio, Claudio (2004), *Market distress and vanishing liquidity: anatomy and policy options*, Monetary and Economic Department, BIS.
- Dowd, Kevin (2005), *Measuring Market Risk*, 2da edición, John Wiley and Sons Ltd, Sussex.
- Dziobek, Claudia, Kim Hobbs y David Marston (2000), *Toward a Framework for Systemic Liquidity Policy*, FMI (Working Paper, n° 34).
- Erwan, Le Saout (2002), *Incorporating liquidity risk in VaR models*, Universidad de París.
- Estrada, Dairo, y Daniel Osorio (2006), *A market risk approach to liquidity risk and financial contagion*, Banco de la República (serie Borradores de Economía, n° 384).
- Hisata, Yoshifumi, e Yasuhiro Yamai (2000), "Research toward the practical application of liquidity risk evaluation models", *Monetary and Economic Studies*, Bank of Japan, vol. 18, n° 2, diciembre, pp. 83-127.

¹⁰ El efecto de la liquidez del mercado sobre la posición de riesgo de las entidades puede ser llevada a cabo mediante metodologías alternativas al *haircut*; entre ellas, una alternativa interesante y recientemente explorada por la literatura es la inclusión de la medición del riesgo de liquidez en los cálculos de los requerimientos de capital asociados a los riesgos de mercado. En particular, es posible explorar la posibilidad de calcular un valor en riesgo por liquidez (LVAR) que puede añadirse a los valores en riesgo asociados a la medición de riesgo de mercado. Ver Hisata y Yamai (2000), Dowd (2005), Erwan (2002).

Hodrick, Robert, y Edward Prescott (1997), "Post-war US Business Cycles: An empirical investigation", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 29, n° 1, pp. 1-16.

Muranaga, Jun, y Makoto Ohsawa (1997), *Meas-*

urement of liquidity risk in the context of market risk calculation, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan.

Upper, Christian (2000), *Measuring liquidity under stress*, Deutsche Bundesbank.

El creciente fenómeno de las remesadoras de fondos: su regulación en Argentina*

Adriana Castán

I. Las corrientes migratorias y el fenómeno de las remesas

El creciente fenómeno social de las corrientes migratorias de Latinoamérica a Europa y a Estados Unidos, y en menor medida a otros países del continente americano, como Canadá y México, trajo aparejadas incidencias en el flujo financiero de sus economías, a través del envío periódico de dinero de los inmigrantes hacia sus familiares, los cuales permanecen en el país de origen.

La definición de remesas más recurrentemente citada es la que aparece en la quinta edición del *Manual de Balanza de Pagos*, suministrado por el FMI, estableciendo las siguientes puntualizaciones:

“Las remesas de trabajadores comprenden transferencias corrientes de emigrantes que tienen empleo en la economía nueva y son considerados residentes allí”, entendiéndose por emigrante “una persona que llega a una economía y permanece o espera permanecer allí por un año o más”.

“Las remesas son transferencias hechas por emigrantes que están empleados por entidades de economías en que los trabajadores son considerados residentes”.

“Las transferencias de emigrantes son asientos de contrapartida al flujo de bienes y a los cambios en rubros financieros que surgen por la migración de individuos de una economía a otra”.

En forma concomitante al fenómeno social de las migraciones y al de la internacionalización de la economía, empezaron a proliferar entidades es-

pecializadas en el traslado de ese ahorro popular, las cuales se caracterizan porque los servicios que brindan poseen rapidez y seguridad en los envíos, el cliente puede entregar y recibir los fondos en efectivo, a lo cual se suma que poseen una estructura de amplias redes de agentes e intermediarios en todo el mundo, y que se encuentran ubicadas en el centro y en los principales barrios de las ciudades.

En cuanto a los intermediarios en la transferencia de remesas, en América Latina en general existen unas pocas empresas destacadas mundialmente que se encuentran especializadas en el envío de dinero de y al exterior, destacándose una acentuada proliferación del mercado “informal”.

La existencia de estas empresas no contribuye a la integración del emigrante en el sistema financiero formal y a la bancarización de las economías de destino.

La preferencia por estas entidades, además de fundamentarse en las características expuestas más arriba, se justifican porque las mismas no exigen al cliente la excesiva documentación acreditativa de su identidad, ni les demandan para realizar la transacción, permiso de trabajo o de residencia.

En la Argentina, si bien existen entidades específicamente autorizadas por la legislación para realizar este tipo de transferencias, a saber, bancos comerciales y casas de cambio, las mismas canalizan un porcentaje muy bajo de envíos.

En cambio, son numerosas las empresas denominadas “remesadoras” o “correos de dinero”, que brindan servicios de transferencias de dinero desde y hacia el exterior, operando a través de agencias propias o tercerizadas, ya sea que se encuentren radicadas en el país o que operen a través de agentes en la Argentina. A diferencia de las entidades habilitadas legalmente, su actividad principal es la transferencia de fondos.

* Publica el CEMLA, con la debida autorización, la ponencia de A. Castán, funcionaria, de la Gerencia Principal de Estudios y Dictámenes Jurídicos, del Banco Central de la República Argentina (BCRA), presentada en la VIII Reunión de Asesores Legales de Banca Central, auspiciada por el Banco de España y el CEMLA, celebrada en Madrid, del 27 al 29 de junio de 2007.

Consecuentemente, existe un alto nivel de informalidad en los canales de transferencia de remesas, las que se cursan a través de entidades parabancarias.

El sector informal de las transferencias de dinero incluye, por lo tanto, a todas las instituciones no financieras ni cambiarias que llevan a cabo esa clase de transacciones.

Este mercado de empresas de “correo de dinero” se encuentra en cierta medida monopolizado por *Western Union*, aunque el resto de las firmas han ido adquiriendo cierta preponderancia en el sector.

Así, pueden mencionarse Jet Peru Internacional, SRL; Peru Services Courier, SRL; Bolivia Services Courier, SRL; Rápido Iguazu, SRL; y Nuestra Señora de la Asunción Argentina, SA.

Este tipo de empresas se empezaron a constituir en la Argentina a principios de la década de los noventa, en virtud de la necesidad de los residentes extranjeros en el país de girar fondos a sus familiares radicados en países limítrofes (Perú, Bolivia, Paraguay).

Si bien su proliferación empezó durante la vigencia del régimen de convertibilidad, las empresas remesadoras continuaron el mismo giro comercial luego de sancionada la Ley 25,561 (de Emergencia Económica).

La salida del sistema de convertibilidad inclinó la dirección de las remesas en sentido opuesto, es decir, aumentaron los envíos desde el exterior hacia los habitantes de Argentina.

Asimismo, después de la derogación de la ley de convertibilidad, que eliminó la paridad entre el peso y el dólar, se suscitó la inquietud acerca del modo en que tales firmas procedían cuando adicionalmente a la transferencia en sí misma, estas empresas efectuaban la conversión de pesos a dólares o viceversa de las sumas entregadas o recibidas por el cliente.

Las sospechas acerca de eventuales realizaciones de operaciones cambiarias sin la debida autorización no resultan de fácil comprobación, habida cuenta que de los registros contables compulsados no surgen diferencias de tipo de cambio aplicado al importe resultante en pesos, como tampoco se plasma esta circunstancia en la factura que entregan a los clientes, donde solo aparece una misma moneda en la operación.

Por otra parte, cabe señalar que las transferencias a y desde el exterior se cursan a través de una entidad autorizada operando en la cuenta que en ellas posee la remesadora y haciendo un neteo entre los montos totales de envíos y recepciones con determinado país. Corresponde resaltar que toda la operatoria a nivel bancario se hace a nombre de

la remesadora perdiéndose en esa instancia toda información respecto de los verdaderos emisores y receptores del dinero.

II. Sistema legislativo argentino

Pasaremos a examinar todas las regulaciones existentes en la legislación argentina relativas al traslado de dinero transfronterizo en sus diferentes modalidades, a saber: transporte físico de efectivo y transferencia de dinero.

A tales efectos, primeramente hay que destacar que no debe confundirse el transporte físico de dinerario –propio de los *cash couriers* (correos de efectivo)– con la transferencia del mismo a través de cuentas bancarias, giros o transferencias electrónicas de fondos. Esta última constituye el objeto específico de los denominados correos de dinero o remesadoras.

Corresponde efectuar el deslinde de ambas actividades, y de sus respectivas normativas.

Los *cash couriers* pueden definirse como las personas que ingresan o egresan físicamente a través de las fronteras de un país dinero en efectivo o instrumentos negociables al portador, según surge de la nota al pie de la Recomendación Especial IX del Grupo de Acción Financiera Internacional (GAFI).

Dicha Recomendación establece que los países deberían contar con medidas vigentes que permitan detectar el transporte físico transfronterizo de dinero e instrumentos negociables al portador, que incluya un sistema de declaración u otra obligación de comunicar.

También se recomienda que las autoridades competentes se encuentren autorizadas para inmovilizar o retener el dinero o los instrumentos negociables al portador sospechados de estar vinculados con el financiamiento del terrorismo o lavado de activos o respecto de los cuales se haya efectuado una declaración o comunicación falsa.

En estos últimos casos también se deberían adoptar medidas incluso legislativas que permitan el decomiso de dichos efectos.

En la legislación argentina los *cash couriers* están comprendidos en la normativa. Se encuentran mencionados entre los obligados a informar a tenor del art. 20 inc. (10) de la Ley de Encubrimiento y Lavado de Activos de Origen Delictivo n° 25,246,¹ pero dicha actividad aún no ha sido objeto de reglamentación mediante el dictado de pautas

¹ El art. 20 de la Ley 25,246 establece: “Están obligados a informar a la Unidad de Información Financiera, en los términos del art. 21 de la presente ley: ...inc.10: Las empresas dedicadas al transporte de caudales”.

por parte de la Unidad de Información Financiera.²

Además, en relación con el tema, el Decreto, n° 1,570/2001 consagra restricciones a la exportación de billetes y monedas extranjeras fijándole un tope de 10 mil dólares estadounidenses (salvo que se realicen a través de entidades financieras y previa autorización del Banco Central). El mismo fue dictado en uso de facultades aduaneras. Esto último surge de considerandos del decreto citado, en los que se expresa ...”Que el Poder Ejecutivo Nacional tiene facultades para establecer prohibiciones a las exportaciones de conformidad al Código Aduanero, que conviene aplicar en este momento en lo referido a los billetes y monedas extranjeras y metales preciosos amonedados, durante el tiempo en que ello se estima necesario”.

En la misma línea de contralor por parte de la Aduana, corresponde citar la Resolución General, n° 1,172/2001, dictada por la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP) en relación con el ingreso al territorio argentino de billetes (papel moneda), divisas, oro de buena entrega, monedas de oro u otros valores mobiliarios que fueren en condición de equipaje, pacotilla o bajo el régimen de la Resolución, n° 631/91 (ex Administración Nacional de Aduanas) u otro régimen. Precisamente, en los considerandos de esa Resolución se menciona como fundamento de su dictado tratar de evitar las actividades tendientes a legalizar o blanquear flujos de divisas a través de los eslabones más débiles de los circuitos internacionales, y a la voluminosa legislación comparada que refiere a la obligación que tiene toda persona que transporte una suma de dinero, a realizar una declaración ante el Servicio Aduanero.

En tales considerandos también se señala que, la AFIP, a través de la Dirección General de Aduanas, como organismo de control sobre las personas y mercaderías en cuanto tuvieren relación con el tráfico internacional, tiene un rol preponderante en orden a coleccionar la información sobre movimiento de dinero o instrumentos monetarios que ingresen o egresen del territorio argentino, ya sea bajo la modalidad de transporte físico o en cargas, de consuno con la legislación de los países más desarrollados en la materia.

Asimismo, a través de la Resolución General, n° 1,176, emitida por la AFIP, este organismo regla-

² La Unidad de Información Financiera es un organismo autárquico creado por la Ley 25,246, que funciona en jurisdicción del Ministerio de Justicia y Derechos Humanos de la Nación. Se encuentra a cargo del análisis, el tratamiento y la transmisión de información a los efectos de prevenir e impedir el lavado de activos provenientes de los delitos enumerados en el art. 6 de la precitada ley.

mentó la exportación de divisas (billetes y monedas) y metales preciosos amonedados, con base en lo dispuesto en los Decretos 1,570/2001 y 1,606/2001.

Resta señalar, con respecto al transporte de efectivo –es decir al transporte físico de remesas transfronterizas–, que tal materia no se encuentra regulada por el Banco Central, organismo que carece de competencia en relación a los *cash couriers*. Ello, toda vez que el BCRA, habida cuenta su órbita funcional, solamente controla las transferencias a los bancos y casas de cambio que realizan actividad cambiaria transnacional.

El único supuesto en el cual este ente rector podría tener injerencia en las actividades de las *cash couriers* se suscitara si las mismas efectuaran por sí una operación de cambio de moneda, lo que las haría incurrir en una infracción a la Ley Penal Cambiaria, n° 19,359.³

Pasando a considerar la otra modalidad de traslado de dinerario, esto es vía transferencias transnacionales, cabe resaltar que en la Argentina existen entidades específicamente autorizadas por la legislación para realizar este tipo de intermediación, aunque, como ya adelantamos, canalizan un porcentaje muy bajo de envíos.

De este modo, pueden operar realizando giros o transferencias de divisas tanto en el mercado nacional cuanto internacional: Las casas de cambio (art. 2 inc. a del decreto, n° 62/71,⁴ y los bancos comerciales (art. 28 inc. e de la Ley de Entidades Financieras, n° 21,526).⁵

Los denominados correos de dinero o remesadoras, no se encuentran regulados por ningún marco normativo en la Argentina. En tal sentido, existe un notorio vacío legal.

No hay organismo alguno que intervenga en el trámite de autorización del funcionamiento vinculado con el objeto social de estas empresas, ni existe tampoco ningún ente regulador que supervise su funcionamiento.

La única previsión a su respecto que presenta carácter obligatorio se encuentra contenida en la Resolución UIF, n° 9/2003, que se refiere a los correos de dinero en términos de empresas de

³ El art. 1 de la Ley 19,359 reprime: “ inc. a) Toda negociación de cambio que se realice sin intervención de institución autorizada para efectuar dichas operaciones. b) Operar en cambios sin estar autorizado a tal efecto..... ”

⁴ El decreto n° 62/71 reglamenta la Ley 18,924 sobre “Casas, Agencias y Oficinas de Cambio”. El art. 2 inc. a) faculta a las Casas de Cambio a efectuar giros en divisas extranjeras.

⁵ El art. 28 de la Ley 21,526 dice: “Las entidades comprendidas en esta ley no podrán: ...inc. e) Emitir giros o efectuar transferencias de plaza a plaza, con excepción de los bancos comerciales”

transferencia por vía bancaria o a través de casas de cambio, no alcanzando a los *cash couriers*.

Dicha directiva se encuentra dirigida a los remitentes de fondos y las empresas prestatarias o concesionarias de servicios postales que realicen operaciones de giros de divisas o de traslado de distintos tipos de moneda y billetes, tanto respecto de sus actividades así como también de aquellas actividades de transmisión de fondos o procesamiento de órdenes de pago realizadas por los agentes o subagentes que designen mediante contrato de representación en el territorio de la República Argentina.

Tales empresas deberán observar las disposiciones referidas a identificación de clientes, información a requerir, tanto para clientes habituales como ocasionales, actúen personalmente o por apoderado o representante.

Se exige también la conformación de una base de datos en la que se registren las operaciones que superen la suma de 50,000 pesos argentinos, ya sea en una sola operación o por la realización de diversas operaciones vinculadas entre sí.

Asimismo, se requiere la conservación de la documentación relativa a identificación del cliente y a las transacciones, documentos originales o copias con fuerza probatoria, durante un período mínimo de cinco años desde la finalización de las relaciones con el cliente, o la fecha de realización de la última operación de transferencia.

Se establecen los recaudos mínimos que deberán tomar dichas firmas al informar operaciones inusuales o sospechosas, que deberán fundamentarse especialmente en los usos y costumbres de la actividad de transferencia de fondos y procesamiento de órdenes de pago, la experiencia e idoneidad de las personas obligadas a informar, y la efectiva implementación de la política de “conozca a su cliente”.

Se estipula que el sujeto obligado deberá verificar con especial atención que los clientes no se encuentren incluidos en los listados de terroristas u organizaciones terroristas o tengan relaciones contractuales o comerciales con algunos de ellos.

De acuerdo con las características particulares de los diferentes productos que ofrezcan, los sujetos obligados deberán diseñar y poner en práctica mecanismos de control que les permitan alcanzar un conocimiento adecuado de todos sus clientes.

Se consagra la obligación a las autoridades superiores del órgano directivo de la entidad, de proceder a adoptar formalmente una política por escrito, para prevenir e impedir el lavado de activos, y efectuar seguimientos expresos para dar cumplimiento a dicha política.

Las medidas mínimas a adoptar deben consistir en el establecimiento de controles internos (estructuras, procedimientos y medios electrónicos adecuados), el nombramiento de un oficial de cumplimiento, que debe recaer en un funcionario de alto nivel, responsable de velar por la observancia de los controles necesarios, la adopción de un programa de capacitación y entrenamiento para todos los empleados de la entidad, la implementación de auditorías periódicas e independientes del programa global antilavado.

Finalmente, se aporta una guía de transacciones inusuales o sospechosas, que no es taxativa sino meramente enunciativa o ejemplificativa de posibles supuestos de operaciones de esa índole, que a continuación se transcribe:

- Clientes que realizan una operación por un monto que resulta inusual comparado con los montos transferidos por ellos en el pasado en otras operaciones.
- Clientes con billetes falsificados, enmohecidos o muy sucios para pagar una transferencia de fondos.
- Operaciones que son inconsistentes o inusuales con la actividad financiera del cliente, u operaciones que no aparentan tener un objetivo comercial normal.
- Operaciones muy complejas o sin justificación económica.
- Cuando se advierta que el cliente está siendo dirigido por otra persona, especialmente cuando el cliente pareciera no tener conocimiento de los detalles de la transferencia que está realizando.
- El cliente demuestra curiosidad no común sobre las políticas y procedimientos de control interno.
- El cliente proporciona información confusa o incompleta.
- Clientes que actúan en forma remisa o evasiva en relación con la transferencia.
- Transacciones hacia o desde países considerados como paraísos fiscales o países o territorios considerados no cooperativos por el GAFI, o realizados con fondos provenientes de los mismos.
- En caso que las entidades sospechen o tengan indicios razonables para sospechar la existencia

de fondos vinculados o relacionados con el terrorismo, actos terroristas o con organizaciones terroristas, deberán poner en conocimiento de tal situación en forma inmediata a la Unidad de Información Financiera. A tales efectos se deberán tener en cuenta las Resoluciones del Consejo de Seguridad de Naciones Unidas, relativas a la prevención y represión del financiamiento del terrorismo, las que podrán ser consultadas en la página web de este organismo (www.uif.gov.ar).

En cumplimiento de esta reglamentación preventiva del lavado de dinero de las actividades ilícitas, la empresa Western Union (WU) realizó algunos informes de operaciones sospechosas, contando asimismo con un Manual para el Control y Prevención del Lavado de Dinero de cumplimiento nacional y otro de cumplimiento internacional para los agentes de WU.

También se incluyeron normas relativas a las remesadoras de fondos en dos cuerpos reglamentarios emitidos por el BCRA, pero en este caso en calidad de recomendación, precisamente por la circunstancia de que estas empresas no se encuentran bajo la órbita de supervisión del BCRA ya que ni la Ley de Entidades Financieras, n° 21,526, ni la Ley 18,924 (que rige para las entidades cambiarias) las incluyen en la enumeración taxativa que efectúan respecto de los intermediarios para los cuales resulta ser autoridad de aplicación y control.

Así, en las Normas sobre “Prevención del lavado de dinero y de otras actividades ilícitas” se recomienda a las empresas transmisoras de fondos la observación de las previsiones allí contenidas para las entidades financieras y cambiarias, en lo que sea pertinente de acuerdo con su régimen operativo.

En dicha reglamentación se consagra como principio básico la política de “conozca a su cliente”, estableciéndose recaudos mínimos de identificación según se trate de clientes habituales y ocasionales, debiendo prestarse especial atención en caso de transacciones a distancia, presunta actuación por cuenta ajena, funcionarios públicos y fondos provenientes de otras entidades.

También se consagra obligación de conservación y reproducción de los documentos respaldatorios de las operaciones, y el mantenimiento de una base de datos donde se registren las operaciones iguales o superiores a 30,000 pesos argentinos, o su equivalente en otras monedas.

Asimismo, se exige la constitución de un “Comité de control y prevención del lavado de dinero, encargado de planificar y velar por el cumplimiento de las políticas que en la materia haya aprobado el Directorio.

Deberá además designarse un funcionario responsable de la ejecución de las políticas “antilavado”.

También se establece una guía de operaciones inusuales o sospechosas. Similar recomendación dirigida a las empresas transmisoras de fondos está consagrada en las Normas sobre “Prevención del financiamiento del terrorismo”.

Obviamente, la falta de regulación específica de las remesadoras no impide la aplicación de la normativa general. Así, en materia cambiaria, es de aplicación a las operaciones que fueran realizadas por esta empresa, de poder constatarse infracciones al régimen penal cambiario, la misma normativa que a cualquier otra persona física o jurídica.

III. El proyecto normativo presentado por el BCRA

Durante el año 2006 se formó un grupo de trabajo dentro del BCRA abocado a establecer una regulación respecto de la actividad desarrollada por las remesadoras de fondos. La inquietud encontró origen en la advertencia de que las operaciones desplegadas por esas empresas carecían de encuadre legal. Así, se entendió necesario propiciar la emisión de un cuerpo normativo que sujetara a estas empresas a un régimen en el cual se previera su fiscalización, al menos en la parte de la actividad que pudiera presentar naturaleza cambiaria.

Entre los aspectos que se tuvieron en cuenta, cabe poner de resalto la recomendación que el GAFI emitiera en el sentido de que todos los entes que realicen transferencias de fondos queden sujetos al cumplimiento de las Recomendaciones impartidas por ese organismo, que son de aplicación a los bancos y entidades financieras no bancarias.

También se consideró que la existencia de una regulación específica, y el correlativo sometimiento a organismos de contralor, permitiría efectuar una supervisión consolidada a través de todos los países en los cuales estas empresas operan, evitando huecos que permitan el encubrimiento y lavado de activos de origen delictivo.

Asimismo, se agregó el hecho de que las mismas empresas, a través de presentaciones en forma individual o por medio de la cámara que las agrupa –que dieron inicio a diversas actuaciones obrantes el BCRA– han manifestado su interés en estar reguladas a los fines de cumplir con los estándares internacionales.

Sobre la base de los antecedentes y experiencias internacionales en la materia, el grupo de trabajo entendió procedente que tome intervención en el

tema el Banco Central en función de su alta especialización técnica en operaciones de transferencia de divisas, y concluyó que, en el marco de la legislación argentina, el camino que resultaba más apropiado consistía en propiciar una modificación del decreto, n° 62/71 –regulatorio de la actividad de las Casas, Agencias y Oficinas de Cambio a través de la reglamentación de la Ley 18,924– mediante la inserción de una categoría especial de agencias de cambio que tengan como actividad exclusiva la remesa internacional de fondos y, complementaria y limitadamente, pueda realizar la operación cambiaria de compra y venta de monedas extranjeras directamente afectada a su objeto comercial, debiendo efectuar las transferencias desde y hacia el exterior por intermedio de las entidades específicamente autorizadas a esos fines.

En los “considerandos” del proyecto de decreto se puntualiza que las transferencias cursadas a través del sector no bancario y de empresas no financieras resultan susceptibles de ser empleadas para la canalización de operatorias de lavado de dinero y financiamiento del terrorismo, imponiéndose la consecuente necesidad de tomar medidas tendientes a neutralizar esas maniobras ilícitas.

Se menciona expresamente que, en función de esa preocupante realidad, el GAFI recomendó como mejores prácticas internacionales en la lucha contra el abuso en la utilización de sistemas alternativos de remesas de fondos, que cada país tome las medidas que garanticen que las personas físicas o jurídicas dedicadas a ellas –inclusive los mandatarios que presten un servicio de transferencia de dinero o valores, y aún mediante sistemas o redes informales de transferencia de dinero o valores– cuenten con una habilitación o se encuentren registrados y queden sujetos al cumplimiento de todas las Recomendaciones de GAFI que se aplican a los bancos e instituciones financieras no bancarias, garantizando que las personas físicas o jurídicas que presten este servicio en forma ilegal sean sometidas a sanciones administrativas, civiles o penales.

En línea con lo expresado, se destaca que teniendo en cuenta el interés público comprometido en el correcto desarrollo e implementación de esa operatoria, resulta necesario crear el marco jurídico que la contemple específicamente, permita su adecuado control y despeje dudas sobre su compatibilidad con la normativa cambiaria existente.

Que a tales fines se entendió pertinente crear una categoría especial de agencias de cambio que tengan como actividad exclusiva la remesa internacional de fondos y puedan realizar complementaria y limitadamente la actividad cambiaria mediante la entrega y recepción de pesos a o de su

clientela directamente relacionados con las operaciones de remesas de dinero que realicen (con exclusión de las previstas para la restante categoría definida), manteniendo acotada la realización de las transferencias de cobertura, sea por importes netos o individuales, desde o hacia el exterior al ámbito de las entidades financieras y casas de cambio autorizadas. Ello persigue el objeto de que las empresas remesadoras de fondos no intervengan en las operaciones de cambio típicas de dichos agentes.

Asimismo se previeron expresamente las facultades del Banco Central de la República Argentina para establecer requisitos y regulaciones diferenciadas para las distintas categorías de agencias de cambio en cuanto a su intervención en la operatoria de remesas internacionales de fondos.

Se transcribe seguidamente el texto del proyecto en su parte pertinente.

Artículo 1.- Sustitúyese el artículo 2° del Decreto 62 del 22 de enero de 1971, por el siguiente:

“Artículo 2°.- Dentro de las facultades y límites que en cada caso les fije el Banco Central de la República Argentina, las entidades a que se refiere el art. 1° podrán realizar las siguientes operaciones:

a) Casas de cambio:

Compra y venta de monedas y billetes extranjeros, oro amonedado y en barras de buena entrega y otros metales preciosos con cotización normal y habitual en mercados internacionales que a juicio del Banco Central estime apropiado incorporar, y compra, venta o emisión de cheques, transferencias postales, telegráficas o telefónicas, vales postales, giros y cheques de viajero en divisas extranjeras.

b) Agencias de cambio:

Categoría “A”:

Compra y venta de monedas y billetes extranjeros, oro amonedado y en barras de buena entrega y otros metales preciosos con cotización normal y habitual en mercados internacionales que a juicio del Banco Central estime apropiado incorporar, y compra de cheques de viajero en divisas extranjeras. Los cheques de viajero adquiridos deberán ser vendidos a las instituciones o casas autorizadas para operar en cambio

Categoría “B”:

Prestación del servicio de envío y recepción

de moneda extranjera desde y hacia el exterior, mediante la entrega y recepción de pesos. La actividad cambiaria se limitará al cálculo de los pesos de contrapartida directamente relacionados con dichas operaciones de remesa de dinero. Las transferencias de cobertura, sea por importes netos o individuales, deberán ser cursadas o recibidas por su cuenta y orden a través de casas de cambio o instituciones financieras autorizadas para operar con divisas.

c) Oficinas de cambio:

Compras de monedas, billetes y cheques de viajero en divisas extranjeras, los que deberán ser vendidos únicamente a las instituciones y casas autorizadas para operar en cambios.

Sin perjuicio de ello, el Banco Central de la República Argentina podrá suspender la realización de cualquiera de las operaciones mencionadas, por parte de las entidades comprendidas en el presente decreto.”

Autoridades de los bancos centrales de América Latina y el Caribe, así como de otras instituciones colaboradoras del CEMLA

ASOCIADOS

BANCO CENTRAL DO BRASIL

JUNTA DIRECTIVA. *Presidente:* Henrique de Campos Meirelles; *directores:* Rodrigo Telles da Rocha Azevedo (Política Monetaria), Paulo-Sérgio Cavalheiro (Supervisión), Antônio-Gustavo Matos do Vale (Privatización y Liquidación Bancaria, y Administración), Alexandre-Antônio Tombini (Organización y Regulación del Sistema Financiero), Mário Magalhães Carvalho Mesquita (Estudios Especiales, y Política Económica) y Paulo Vieira da Cunha (Asuntos Internacionales). *Consultores principales:* Alexandre Pundek Rocha, Flavio Pinheiro de Melo, Sidinei Corrêa Marques, Marco-Antônio Belém da Silva, Carolina de Assis Barros, Clarence-Joseph Hillerman Júnior, Eduardo Fernandes, Katherine Hennings y Dalmir-Sérgio Louzada. *Secretarios:* Sérgio Almeida de Souza Lima (Secretaría Ejecutiva), Emídio Rodrigues Cordeiro (Secretaría de Relaciones Institucionales) y Sergio Albuquerque de Abreu e Lima (Secretaría de la Junta Directiva y asuntos del Consejo Monetario Nacional). *Asesores especiales:* Luiz do Couto Neto (Asuntos Parlamentarios), Alexandre Pinheiro de Moraes Rego y Jocimar Nastari (Prensa). *Jefes de departamento:* Jefferson Moreira (Administración Financiera), José-Aisio Catunda (Auditoría Interna), Arnaldo de Castro Costa (Gestión de Informaciones del Sistema Financiero), José-Antônio Marciano (Operaciones Bancarias y Sistema de Pagos), José-Irenaldo Leite de Ataíde (Liquidación Bancaria), Fernando de Abreu Faria (Informática), Francisco-José de Siqueira (Legal), Amaro-Luiz de Oliveira Gomes (Normas del Sistema Financiero), Cornelio Farias Pimentel (Supervisión Indirecta), Osvaldo Watanabe (Supervisión Directa), Ivan-Luiz Gonçalves de Oliveira Lima (Operaciones de Mercado

Abierto), Dimas-Luís Rodrigues da Costa (Administración de Recursos Materiales), Luiz-Edson Feltrim (Organización del Sistema Financiero), Ricardo Liao (Combate a Ilícitos Cambiarios y Financieros), Ronaldo Malagoni de Almeida Cavalcante (Relaciones Internacionales y Deuda Externa), Altamir Lopes (Investigación Económica), Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo (Estudios e Investigaciones), Miriam de Oliveira (Organización de Recursos Humanos), Márcio Barreira de Ayrosa Moreira (Operaciones de Reservas Internacionales), José-Clóvis Batista Dattoli (Planeamiento y Organización), João-Sidney de Figueiredo Filho (Medio Circulante), Jaime Alves de Freitas (Corregiduría General), Hélio-José Ferreira (Defensoría del Pueblo), Claudio Jaloretto (Control y Análisis de Procesos Administrativos Punitivos), Americo Ciccotti (Supervisión de Cooperativas e Instituciones no-Bancarias y de Atención a las Demandas y Reclamaciones) y Sidney Furtado Bezerra (Seguridad). *Gerentes:* Renato Jansson Rossek (Relaciones con Grupos de Inversores), Geraldo Magela Siqueira (Regulación de Capital Extranjero y Cambios), Geraldo Pereira Júnior (Privatización Bancaria), Isabela Ribeiro Damaso Maia (Riesgo de la Dirección de Política Monetaria), Nivaldo Peçanha de Oliveira (Proyectos), Deoclécio Pereira de Souza (Seguro Agrícola, PROAGRO).

(Información oficial, abril de 2007)

CAYMAN ISLANDS MONETARY AUTHORITY

Chairman: Timothy Ridley. *Managing Director:* Cindy Scotland. *Deputy Managing Director:* Patrick Bodden. *General Counsel:* Langston Sibbles. *Heads of Division:* Malcolm Eder (Banking), R. J. Berry (Compliance), Cindy Scotland (Currency Operations), Rohan

Bromfield (Fiduciary Services), Morag Nicol (Insurance), Yolanda McCoy (Investments and Securities), Mitchell Scott (Policy and Development). *Chief Financial Officer:* Gilda Moxam-Murray. *Managers:* Deborah Musson (Human Resources), Rodney Ebanks (Information Systems).

(Información oficial, abril de 2007)

BANCO CENTRAL DE CUBA

Ministro-presidente: Francisco Soberón Valdés. *Primer vicepresidente:* Jorge Barrera Ortega. *Vicepresidentes:* René Lazo Fernández, Arnaldo Alayón Bazo y Ana-Rosa Sardiñas Jarel. *Superintendente:* Mercedes López Marrero. *Tesorera:* Juana-Lilia Delgado Portal. *Secretaria:* vacante. *Auditor:* Julio González Pérez. *Directores:* Katerine Aliño Carballo (Estudios Económicos y Financieros), Carlos Pérez Soto (Política Monetaria), Yamile Berra Cires (Deuda Externa), Julio-César Guerrero Valdés (Estadísticas Monetarias y Financieras), Nelson Martínez Díaz (Análisis de Instituciones), Nelson Pérez López (Desarrollo Estratégico), Rodolfo Roque Fuentes (Director de Gestión), Marlié León Simón (Regulaciones de Control de Cambio), Ramón Muñoz Pérez (Sistema de Pagos), Rebeca López Marrero (Sucursal de Operaciones de Fondos Centralizados), Lilia Moreno Padilla (Sistemas Automatizados), Jorge Torres Sanabria (Contabilidad), Juan-Luis Gamboa Santana (Emisión y Valores), Gilma Rodríguez Madera (Recursos Humanos), Adolfo Cossío Recio (Centro Nacional de Superación Bancaria), Aracelis Cejas Rodríguez (Centro de Información Bancaria y Económica), María-Elena Cuervo Céspedes (Inspección), José-Luis Roda Romero (Riesgo), Jorge-Ramón Antuña Caro (Regulaciones) y Francisco-Jesús Mayobre Lence (General de Control de Cambio); *adjuntos:* Benigno Regueira Ortega, Marta Sánchez Rumayor y Arminda García González.

(Información oficial, abril de 2007)

BANK OF GUYANA

Governor: Lawrence Williams. *Deputy Governor:* Gobind Ganga. *Banking Manager:* Leslie Glen. **BOARD OF DIRECTORS:** Joseph Lall (Operations), Maurice Munro (Accounts & Budget), Ramnarine Lal (Bank Supervision), Dudley Kirton (Internal Audit), Lester Hercules (Information Services) and vacant (Maintenance & Security).

(Información oficial, abril de 2007)

BANK OF JAMAICA

Governor: Derick Latibeaudière. *Senior Deputy Governor:* Audrey Anderson. *Deputy Governors:* Rudolph Muir (General Counsel and Bank Secretary), Myrtle Halsall (Research & Economic Programming and Banking & Market Operations Divisions), Gayon Hosin (Financial Institutions Supervisory Division) and Livingstone Morrison (Finance & Technology and Payments System, Investment and Risk Management Division). *General Manager:* Kenloy Peart. *Division Chiefs:* Natalie Haynes (Banking & Market Operations), John Robinson (Research & Economic Programming) and Faith Stewart (Payments System, Investment and Risk Management). *Financial Controller:* Herbert Hylton. *Chief Internal Auditor:* Evadnie Sterling. *Deputy General Counsel:* Randolph Dandy.

(Información oficial, abril de 2007)

CENTRALE BANK VAN SURINAME

Presidente: André E. Telting. *Director ejecutivo de Asuntos Bancarios:* Otto H. Ezechiëls. *Director de Asuntos Monetarios y Económicos:* Glenn H. Gersie. *Jefes de departamento:* John H. Kolader (Relaciones Internacionales), Eric R. Vaseur (Balanza de Pagos y Estadísticas Monetarias), Rakesh S. Adhin (Investigaciones), Ilford G. Soehawan (Pagos del Exterior), Clary Linger van der Ziel (Asuntos Internos), Luciën C. Nijman (Política de Moneda Extranjera), Angela Limon-Sof (Asuntos Legales), Jan Bolman (Comunicación y Tecnología Informática), Stella M. Pollack-Leeflang (Biblioteca), Wilfred E. Noslin (Asuntos del Personal), Hendrik L. Karijoetomo (Auditoría Interna), S. Brunings (Contaduría) y Ronald van Exel (Relaciones Públicas) y Marleen van Dijk (Oficina de la Presidencia).

(Información oficial, abril de 2007)

COLABORADORES

DEUTSCHE BUNDESBANK (ALEMANIA)

CONSEJO DEL BANCO CENTRAL: *Miembros del Directorio.* *Presidente:* Axel A. Weber; *otros miembros:* Edgar Meister, Hermann Remsperger, Franz-Christoph Zeitler, Hans-Helmut Kotz, Hans Reckers y Hans Georg Fabritius; *presidentes de bancos centrales regionales:* Bernhardt Siebold (Baden-Wurtemberg), Günter

Bäumer (Baviera), Ulrico Preuss (Berlín y Brandeburgo), Georg Kutter (Ciudad Anseática de Brema, Baja Sajonia y Sajonia Anhalt), Rolf Eggert (Ciudad Anseática de Hamburgo, Mecklemburgo-Pomerania Occidental y Schleswig-Holstein), Jürgen Hettinger (Hesse), Hans Meter Weser (Renania del Norte-Westfalia), Helmut Rittgen (Renania-Palatinado y Sarre) y Dietmat Girst (Sajonia y Turingia). *Jefes de departamento:* Christian Burckhardt (Prensa e Información, Biblioteca, Archivos y Servicio Lingüístico), Werner Nimmerrichter (Crédito, Divisas y Mercados Financieros), Werner Mika (Personal), Yue Sung (Liquidación de Operaciones, Control de Riesgo y Custodia de Cuentas de Valores), Hans-Peter Glaab (Estadística), Willy Friedmann (Servicio de Estudios), Wolfgang Möerke (Relaciones Internacionales), Wilhelm Lipp (Contabilidad y Organización), Heinz-Günter Fuchs (Procesamiento de Datos), Hans-Jürgen Friederich (Sistema de Pagos y Administración de Cuentas), Gerhard Hofmann (Banca y Reservas Mínimas), Wolfgang Söffner (Caja), Bernd Krauskopf (Servicios Jurídicos), Klaus-Dieter Hanagarth (Administración y Obras) y Andreas Weigold (Auditoría Interna).

(Información oficial, abril de 2007)

BANK OF CANADA

Governor: David A. Dodge. *Senior Deputy Governor:* Paul Jenkins. *Deputy Governors:* Sheryl Kennedy, Pierre Duguay, David Longworth, Tiff Macklem. *General Counsel and Corporate Secretary:* Marcus L. Jewett. *Advisers:* Janet Cosier (Strategic Planning and Risk Management, Financial Risk Office), Bonnie J. Schwab (Currency), Clyde Goodlet (Regulatory Policy), Jack Selody (Monetary and Financial Analysis), John Murray (International and Research), George Pickering (Financial Markets). *Departmental Chiefs:* David Sullivan (Audit), Sheila Vokey (Financial Services), Sheila Niven (Corporate Services), Mark Jewett (Executive & Legal Services), Denis Schuthe (Communications), Gerry Gaetz (Banking Operations), Allan Crawford (Monetary & Financial Analysis), Larry Schembri (International), Agathe Côté (Research), Donna Howard (Financial Markets).

(Información oficial, abril de 2007)

FEDERAL RESERVE SYSTEM (ESTADOS UNIDOS)

JUNTA DE GOBERNADORES. *Presidente:* Ben S. Ber-

nanke; *governador:* Randall Kroszner; *vicepresidente:* Donald L. Kohn; *miembros:* Susan S. Bies, Mark W. Olson, Kevin M. Warsh y Frederic S. Mishkin. **PERSONAL EJECUTIVO.** *Asistentes de la Junta:* Michelle Smith y Winthrop Hambley; *secretaria:* Jennifer Jonson; *directores de división:* Stephen R. Malphrus (Administración), Karen H. Johnson (Finanzas Internacionales), David J. Stockton (Investigaciones y Estadísticas), Vincent R. Reinhart (Asuntos Monetarios), Roger Cole (Supervisión y Regulación Bancarias), Louise L. Roseman (Operaciones de Bancos Federales de Reserva y Sistemas de Pagos), Sandra F. Braunstein (Asuntos del Consumidor), Marianne M. Emerson (Administración de Recursos Informativos) y H. Fay Peters (Administración de Recursos Humanos y Servicios Auxiliares); *asesor jurídico:* Scott G. Álvarez; *inspector general:* Barry R. Zinder; y *contralor:* Darrell R. Paule.

(Información oficial, abril de 2007)

BANCA D'ITALIA

Gobernador: Mario Draghi. *Director general:* Fabrizio Saccomanni. *Subdirectores generales:* Antonio Finocchiaro, Ignazio Visco y Giovanni Carosio. **JUNTA DIRECTIVA.** *Miembros:* Giovanni Montanari, Paolo Laterza, Stefano Possati, Gavino Pirri, Paolo Blasi, Rinaldo Marsano, Giordano Zucchi, Paolo De Feo, Nicolò Scavone, Cesare Mirabelli, Paolo Emilio Ferreri, Giampaolo de Ferra e Ignazio Musu (Comité Ejecutivo). *Directores centrales:* Franco Passacantando (Mercados de Banca Central - Operaciones de Tesorería y Sistema de Pagos, *a. i.*), Giancarlo Morcaldo, Mario Meloni (Organización y Logística), Alberto Mario Contessa (Información Tecnológica), Matilde Carla Panzeri (Emisión de Billetes), Salvatore Rossi (Investigación Económica), Anna Maria Tarantola (Supervisión Financiera y Bancaria - Contaduría General, *a. i.*), Francesco Maria Frasca y Paolo Piccialli (Secretaría General). *Jefes de departamento:* Emerico-Antonio Zautzik (Política Monetaria y Tipo de Cambio), Cosma Onorio Gelsomino (Administración de Activo), Stefano Carcascio (Oficina de Supervisión de Mercado, *a. i.*), Fabrizio Palmisani (Sistema de Pagos, *a. i.*), Paolo Marullo Reedtz (Oficina de Supervisión del Sistema de Pagos), Giuseppe Mulone (Asuntos de la Tesorería), Giovanni Castaldi (Asuntos Generales de Regulación y Competencia), Claudio Clemente (Supervisión Bancaria), Carlo Pisanti (Supervisión Financiera), Marcello Morelli (Supervisión de Inspección), Roberto Giardinieri (Secretaría del Comité Interministerial de Crédito y Seguros), Claudio Del Core (Secretaría General),

Nunzio Minichiello (Imprenta de Billetes), Rufino Renzetti Lorenzetti (General de Caja), Silvano Pichi (Seguridad y Sanidad), vacante (Investigación Económica), Filippo Cesarano (Investigación Histórica, *a. i.*), Giorgio Gomel (Relaciones Internacionales), Marino Ottavio Perassi (Investigación Legal, *a. i.*), Giuseppe L. Carriero (Legislación Económica), Valeria Sannucci (Administración de Personal, *a. i.*), Augusto Aponte (Remuneración y Reglas del Personal, *a. i.*), Alberto Mario Contessa

(EDP, *a. i.*), Carlo Chiesa (Servicios Estadísticos del Sistema Bancario), Fabrizio Rudel (Hacienda), Riccardo Cito (Compras), Giovanni Martiniello (Centro Frascati de Mantenimiento y Logística), Olivia Brizzi (Organización), Tullio Raganelli (Contable), Mauro Michelangeli (Expedición y Verificación de Análisis), Vieri Ceriani (Impuestos) y Sandro Appetiti (Inspección Interna).

(Información oficial, mayo de 2007)

Actividades del CEMLA durante marzo-mayo de 2007

| <i>Actividad</i> | <i>Instituciones copatrocinadoras Lugar y fecha</i> |
|---|---|
| <i>Cursos</i> | |
| Análisis de Sostenibilidad y Estrategia de Deuda | Debt Relief International (DRI) Sucre, 13 – 17 de marzo |
| Análisis y Estrategia de Deuda y Nuevo Financiamiento | DRI Tegucigalpa, 26 – 31 de marzo |
| Debt Strategy and New Financing National Workshop | DRI Georgetown, 16 – 27 de abril |
| Sistemas de Pagos: una Visión Integral | México, D. F., 23 – 27 de abril |
| Funciones del <i>Back Office</i> en el Manejo de Reservas Internacionales | Banco Central de Bolivia La Paz, 23 – 27 de abril |
| <i>Seminarios</i> | |
| Aplicaciones Prácticas del Estándar XBRL en los Bancos Centrales y Supervisores Bancarios | Banco de España y Asociación de Supervisores Bancarios de las Américas México, D. F., 26 – 27 de marzo |
| The Structure of Financial Markets | Centre for Central Banking Studies (Banco de Inglaterra) México, D. F., 11 – 13 de abril |
| Riesgos de Crédito y Operaciones en CACs | Deutscher Genossenschafts- und Raiffeisen- verband e.V. (Confederación Alemana de Cooperativas) Santo Domingo de Heredia, 25 – 26 de abril |
| Controlling at Central Banks | Deutsche Bundesbank México, D. F., 7 – 11 de mayo |

Reuniones

| | |
|---|--|
| III Meeting of Monetary Policy Managers from Latin American Central Banks and the Euro-system | Banco Central Europeo Francfort, 1 – 2 de marzo |
| VII Reunión sobre Administración de Reservas Internacionales | Banco de la República (Colombia) Cartagena, 16 – 18 de mayo |
| XLIV Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales del Continente Americano | Banco Central del Uruguay Montevideo, 17 de mayo |
| Junta de Gobierno del CEMLA | Banco Central del Uruguay Montevideo, 17 de mayo |
| Asamblea del CEMLA | Banco Central del Uruguay Montevideo, 17 de mayo |
| LXXXIII Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales de América Latina y España | Banco Central del Uruguay Montevideo, 18 de mayo |

Misión

| | |
|---|--|
| Exposición a las autoridades del Gobierno de Nicaragua el alcance de proyecto integrado en el Programa de Fortalecimiento de Capacitación de Análisis y Estrategia de Deuda | Development Finance International Managua, 7 – 11 de mayo |
|---|--|

Publicaciones:

División de Estadísticas Monetarias y Financieras,
Banco de Inglaterra

Estadísticas monetarias y financieras

(Serie ENSAYOS)

William Allen

Metas de inflación: la experiencia británica

(Serie ENSAYOS)

Carlos Montoro
Eduardo Moreno

Regla fiscal estructural y el ciclo del producto

Henry Vargas Campos
Jacqueline Zamora Bolaños

*Proyección de inflación en una economía pequeña
y abierta usando modelos de estado-espacio
con cambio de régimen: caso de Costa Rica*

Bernardo X. Fernández Tellería

*Dollarization hysteresis, network externalities
and the “past legacy” effect: the case of Bolivia*

Prudence Serju

*Estimating potential output for Jamaica:
a structural VAR approach*

Prosper F. Bangwayo-Skeete
Ryan W. Skeete

*Regional integration and elasticities of export
demand in Barbados*

Alicia García-Herrero
Josep Vilarrubia

*The Laffer curve of macroeconomic volatility
and growth: can it be explained
by the different nature of crises?*

Jason Allen
Walter Engert
Ying Liu

*A comparison of Canadian and US universal
banks: efficiency, productivity,
and the role of technology*

Simon Gray y Nick Talbot

Operaciones monetarias

Serie ENSAYOS

Marco Vega y Diego Winkelried

*El efecto arrastre de la inflación mundial
en economías pequeñas y abiertas*

Serie ESTUDIOS

John Thorp y Philip Turnbull

Estadísticas bancarias y monetarias

Serie ENSAYOS



El *Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos* es una asociación regional de bancos centrales de América Latina y el Caribe. Además participan, como miembros colaboradores, bancos centrales extrarregionales, organismos supervisores y entidades financieras regionales. El principal cometido de la Institución es, desde 1952, la cooperación entre sus miembros para promover un mejor conocimiento de temas monetarios y financieros en la región. Entre sus modalidades de acción el Centro realiza actividades de capacitación, divulgación y estudios, así como programas plurianuales de asistencia técnica en áreas de infraestructura del sector financiero. Asimismo, el CEMLA actúa como secretaría técnica en las reuniones de gobernadores y técnicos de banca central de nuestra región.

El CEMLA ofrece regularmente desde 1955 publicaciones periódicas que, al cabo del año, pasan revista y analizan los principales temas financieros y monetarios que ocupan la atención de los bancos centrales de América Latina y el Caribe. En el *Boletín* se presentan temas actuales de interés general que reúnen a una amplia audiencia para mantenerla a la vanguardia en los principales debates en materia de teoría y política económica, monetaria y financiera. *Monetaria* y *Money Affairs* (publicadas en español e inglés, respectivamente) difunden estudios elaborados por investigadores de bancos centrales, instituciones financieras internacionales, universidades y otras entidades académicas. En los artículos publicados predomina un enfoque teórico o cuantitativo sobre temas especializados en los campos financiero y monetario.

BOLETÍN

Suscripción anual: 80.00 dólares (América Latina y el Caribe: 50.00 dólares; estudiantes y maestros: 40.00 dólares). Ejemplar suelto: 22.00 dólares (América Latina y el Caribe: 15.00 dólares; estudiantes y maestros: 11.00 dólares).

Suscripciones y pedidos:

Aída Salinas Domínguez

CEMLA

Durango nº 54, México, D. F., 06700, México

Teléfono: (5255) 5061-6651

Telefax: (5255) 5061-6659

E-mail: publicaciones@cemla.org

MIEMBROS DEL CEMLA

ASOCIADOS

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

COLABORADORES

Bancos centrales

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

Otras instituciones

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