



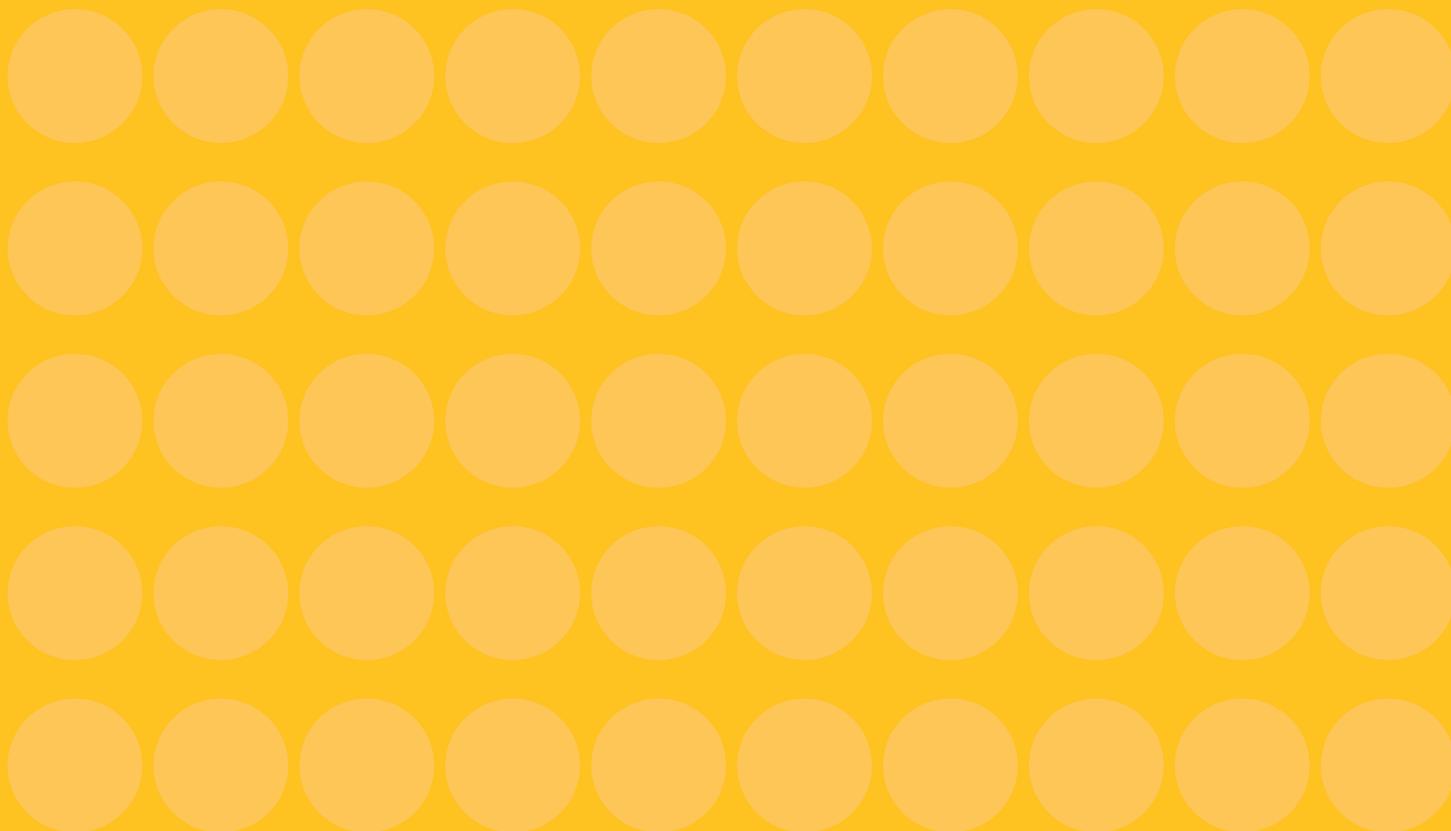
**CENTRO DE  
ESTUDIOS  
MONETARIOS  
LATINOAMERICANOS**

Asociación Regional de Bancos Centrales

# **BOLETÍN**

Volumen LVII

Número 1, enero-marzo de 2011



# CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS

## ASAMBLEA

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

## JUNTA DE GOBIERNO, 2009-2011

*Presidente:*  
Banco de la República (Colombia)

*Miembros:*  
Banco Central de la República Argentina  
Banco Central do Brasil  
Banco de México  
Banco Central de Nicaragua  
Central Bank of Trinidad and Tobago  
Banco Central de Venezuela

## COMITÉ EDITORIAL

Javier Guzmán Calafell  
*Director General*

Luiz Barbosa  
*Subdirector General*

Fernando Sánchez Cuadros  
*Reuniones Técnicas de Banca Central*

Ana-Laura Sibaja Jiménez  
*Servicios de Información*

---

*Boletín* es una publicación del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, Durango núm. 54, México, D. F., 06700. Aparece al fin de cada trimestre. Impresa en los talleres de Master Copy, S. A. de C. V., avenida Coyoacán núm. 1450, México D. F., 03220. 370 ejemplares. ISSN: 0186-7229.

# CEMLA BOLETÍN

## ÍNDICE

- 1 **Nota editorial**
- 3 **Evolución y reforma de las cajas de ahorros**  
Banco de España
- 18 **Navegando según la nueva normalidad en los países industrializados**  
Mohamed A. El-Erian
- 31 **Expansión de las posiciones brutas de activos y el sistema monetario internacional**  
Maurice Obstfeld
- 40 **Autoridades de los bancos centrales de América Latina y el Caribe, así como de otras instituciones colaboradoras del CEMLA**
- 48 **Actividades del CEMLA durante diciembre de 2010-febrero de 2011**

---

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

VOLUMEN LVII

NÚMERO 1

ENERO-MARZO DE 2011

---

## Nota editorial

En este número se han incluido tres artículos; el primero de ellos, del Banco de España es sobre las cajas de ahorros y su situación poscrisis. El siguiente, de Mohamed A. El-Erian, trata acerca de la situación de los países industrializados en lo que denomina la nueva normalidad. Finalmente, Maurice Obstfeld, nos expone que ha sucedido con las posiciones brutas de activos y el sistema monetario internacional en el contexto de la crisis.

En el artículo *Evolución y reforma de las cajas de ahorros*, se menciona como el sistema bancario español soportó bastante bien la primera ola de la crisis financiera que estalló en el segundo semestre del 2007; no obstante, para las cajas de ahorro no necesariamente resultó igual. Por lo anterior, en particular en los últimos meses este subsector financiero ha tenido importantes movimientos. Las dificultades para las cajas de ahorro tuvieron su origen en varias causas, que demandaron la adopción de diversas medidas para resolverlas; entre los cuales están: la creación de un fondo de reestructuración, la promulgación de una nueva ley de cajas, el refuerzo a la transparencia y la modificación de reglas contables sobre saneamientos. A pesar de lo acertado de tales medidas y de sus resultados positivos, la crisis de la deuda soberana ha obligado a realizar otras nuevas acciones. De estas, sobresale la emisión del Real Decreto-ley para el reforzamiento del sistema financiero. El objetivo es reforzar la confianza en el sistema financiero español y garantizar su solvencia.

Los países industrializados han ganado la guerra pero están fallando en asegurar la paz, es una frase que se reitera en el artículo de M. A. El-Erian con el título *Navegando según la nueva normalidad en los países industrializados*. A lo que se refiere es que, si bien al momento de la crisis las sociedades industrializadas lograron con sus acciones de rescate detener lo que pudo haber sido una depresión económica global, algunos acontecimientos posteriores están dificultando

mantener la estabilidad. El autor se pregunta cómo es que los resultados, de tales acciones, se han ido quedando cortos cuando se comparan con las expectativas y cuáles son sus implicaciones. Para dar respuesta a esta interrogante, plantea tres puntos de análisis: la anatomía de la crisis financiera global, desde el punto de vista nacional, multilateral y la mezcla de estos; la realidad poscrisis; y, la situación actual. Al final, remarca la importancia de reconocer que está sucediendo un cambio de paradigma, un cambio estructural, que es necesario comprender para que las nuevas acciones, sí logren asegurar la paz.

Maurice Obstfeld, en su artículo *Expansión de las posiciones brutas de activos y el sistema monetario internacional*, reflexiona acerca de la importancia del saldo de la cuenta corriente como se ha medido convencionalmente; de la determinación de los tipos de cambio en tiempos de crisis; y de la necesidad de prestamistas de última instancia global. Lo anterior, debido a que, según su tesis, el crecimiento exagerado de las posiciones externas brutas, reflejo de flujos financieros brutos abultados, tiene implicaciones importantes para el sistema monetario internacional; y los tres puntos que se mencionaron, entre otros, están relacionados con tales posiciones, y por lo tanto resultan cruciales para la organización del sistema monetario internacional futuro.

Los invitamos a leer estos interesantes artículos, así como a revisar la lista actualizada de las autoridades de algunos de los bancos centrales de América Latina y el Caribe, y de otras instituciones asociadas a CEMLA. Al final encontrarán un resumen de las actividades realizadas en los últimos meses.

Pueden enviar sus comentarios sobre estos artículos a: <publicaciones@cemla.org>. En nuestro sitio web <www.cemla.org>, pueden obtener más información sobre las publicaciones y las actividades del Centro, o bien, síganos en Facebook y Twitter para recibir información actualizada.

# Evolución y reforma de las cajas de ahorros<sup>\*</sup>

*Banco de España*

## I. Introducción

El sistema bancario español soportó razonablemente bien la primera fase de la crisis que estalló en el verano de 2007, ya que ni intermedió en la comercialización ni invirtió en productos crediticios complejos o *tóxicos*. El régimen de regulación y supervisión bancaria aplicado en España también ayudó a atenuar el impacto de la crisis financiera internacional.

No obstante, durante la larga etapa de expansión económica precedente, el sistema bancario español había acumulado algunos desequilibrios, ya que tanto la capacidad instalada como el crédito, sobre todo el concedido al sector de promoción y construcción inmobiliaria, habían crecido a ritmos difícilmente sostenibles a medio y largo plazo. Además, esta expansión se financió en buena parte acudiendo a los mercados de renta fija internacionales, ya que los depósitos captados a las familias y empresas españolas no eran suficientes para sostener un ritmo de crecimiento del crédito tan intenso.

Hay que señalar que no todas las entidades se vieron afectadas en la misma medida por una crisis tan prolongada como la actual que, además, se trasladó a la economía real. De hecho, los efectos se han concentrado sobre todo en una parte de las cajas de ahorro, que fueron las que acumularon los desequilibrios con mayor intensidad.

Las cajas de ahorros han vivido en los últimos

meses un fuerte proceso de concentración, pasando de 45 a 17 entidades o grupos, con el objetivo de mejorar su eficiencia mediante la reducción de su capacidad instalada. En paralelo, las entidades de crédito han realizado un ejercicio de máxima transparencia, desvelando todos los datos sobre su situación real y sus riesgos (en particular la exposición inmobiliaria y la dependencia de la financiación mayorista), y han abordado un saneamiento intenso de sus activos más problemáticos.

Este esfuerzo considerable para superar los desequilibrios acumulados ha contrastado, sin embargo, con las dudas e incertidumbres sobre el sector que han seguido latentes en los mercados financieros. El pasado mes de noviembre de 2010 la desconfianza de los mercados en la fortaleza del sistema financiero español se vio agravada con el segundo episodio de la crisis de deuda soberana, que afectó sobre todo a Irlanda, pero cuyos efectos se contagiaron a otras economías de la zona del euro.

El deterioro de la confianza y las consiguientes dificultades para obtener financiación en los mercados internacionales hacían necesaria la adopción de nuevas medidas que permitieran asegurar la culminación de los avances ya realizados en el último año y medio en la reestructuración de cajas de ahorros, con medidas como la creación del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) en el verano de 2009, y la publicación de los resultados de las pruebas de resistencia y la reforma de la ley de cajas en julio de 2010. Las nuevas medidas intentan acelerar y profundizar los cambios que ya se han realizado.

La primera de las nuevas medidas adoptadas fue el requerimiento realizado por el Banco de

\* Publica el CEMLA, con la debida autorización, el presente artículo, que se presentó en la rueda de prensa del gobernador del Banco de España sobre la reestructuración del sector bancario español y el Real Decreto-ley para el reforzamiento del sistema financiero, realizada el 21 de febrero de 2011.

España el pasado mes de noviembre de un esfuerzo adicional de transparencia a las entidades de crédito, mediante la publicación de datos detallados e individualizados sobre los riesgos con el sector de promoción y construcción inmobiliaria, que se ha realizado en los últimos días de enero de 2011.

Además, el Gobierno ha decidido dar un paso más con la aprobación el día 18 de febrero de 2011 de un Real Decreto-ley que garantizará la mejora de los niveles de solvencia no sólo de las cajas de ahorros sino de todo el sistema financiero, que propiciará la obtención de capital por parte de aquellas entidades que lo necesiten, ya sea en el mercado o, cuando esto no sea temporalmente posible, por medio de los recursos del FROB. De esta manera se pretende despejar cualquier duda que pudiera persistir sobre la fortaleza del sistema financiero español, de tal forma que pueda seguir atendiendo la demanda solvente de crédito de familias y empresas.

## II. Los problemas del sector de cajas de ahorros

### 1) Problemas estructurales

Una parte de los problemas de las cajas de ahorros están asociados a las peculiaridades de su naturaleza jurídica. En primer lugar están dotadas de una estructura de gobernanza compleja y rígida, que no favorece la aplicación de las mejores prácticas internacionales de gobierno corporativo; y, en segundo lugar, tienen restricciones legales para obtener recursos propios de primera calidad por un medio que no sea la retención de beneficios. El cuadro 1 muestra un esquema de estas dificultades estructurales y de las medidas que se han adoptado para solucionarlas, y se analizan más adelante.

Cuadro 1

| CAJAS DE AHORROS. DIFICULTADES ESTRUCTURALES Y MEDIDAS ADOPTADAS |   |
|--|---|
| <i>Dificultades estructurales</i>                                | <i>Medidas adoptadas</i>                  |
| Dificultad para obtener recursos propios                         | → Reforma legal para poder emitir capital |
| Estructura jurídica compleja                                     | → Nueva ley de cajas                      |

Mientras las cajas de ahorros mantuvieron un modelo de negocio basado en la proximidad a su

área geográfica de origen, la comercialización de productos bancarios no complejos entre su clientela y la aplicación de estrategias de crecimiento moderadas, resultó suficiente la obtención de recursos propios mediante la capitalización de beneficios autogenerados. En este entorno, las restricciones asociadas a su especial gobernanza no dificultaron de forma relevante su normal desarrollo. Sin embargo, a medida que las cajas de ahorros fueron ampliando la gama y complejidad de sus negocios, estas dificultades de carácter estructural empezaron a mostrar toda su importancia.

### 2) Desequilibrios acumulados

Durante la larga etapa de expansión económica (1996-2006) previa a la crisis del verano de 2007, una parte de las cajas de ahorros acumuló desequilibrios bancarios de diverso tipo cuya relevancia se puso de manifiesto cuando el entorno macroeconómico cambió.

Los dos problemas que han venido destacando como más relevantes son la elevada exposición al sector de promoción y construcción inmobiliaria y la dependencia de los mercados de financiación mayorista. Junto a ellos, también se hizo patente un exceso de capacidad ante el ajuste de los servicios financieros demandados por la economía real, la fragmentación del propio sector, dividido en un elevado número de cajas de ahorros, y la pérdida de rentabilidad, fundamentalmente por las estructuras sobredimensionadas, el aumento de los activos no rentables y el encarecimiento de la financiación. El cuadro 2 resume los desequilibrios indicados en el negocio, así como las medidas adoptadas que más adelante se detallan y que más directamente contribuyen a paliarlos o solucionarlos.

Cuadro 2

### CAJAS DE AHORROS. DESEQUILIBRIOS ACUMULADOS

| <i>Desequilibrios acumulados</i>         | <i>Medidas adoptadas</i>        |
|--|---------------------------------|
| Riesgo promoción inmobiliaria            | → Provisiones y transparencia   |
| Dependencia de la financiación mayorista | → Transparencia y mayor tamaño  |
| Exceso de capacidad                      | → Planes de reestructuración    |
| Tamaño medio reducido                    | → Ajuste mediante integraciones |
| Pérdida de rentabilidad del negocio      | → Planes de reestructuración    |

En ocasiones se ha señalado como uno de los problemas incubados en la etapa de expansión el riesgo de insolvencia en los créditos hipotecarios a particulares para la adquisición de vivienda, que sería similar al de las hipotecas *subprime* de EUA. Debe señalarse, sin embargo, que la dimensión real de dicho problema en España no es significativa. Por el contrario, el comportamiento de las hipotecas minoristas es mucho mejor que el de cualquier otro tipo de carteras de crédito de las entidades. En el anexo 1 se analiza más en detalle esta cuestión.

### III. Medidas adoptadas para resolver los problemas

#### 1) *La creación del FROB*

Una de las principales medidas adoptadas para acometer la reconversión del sistema bancario fue la creación del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB), acordada con amplio consenso de los grupos políticos en el Parlamento. El FROB se creó en junio de 2009 con un doble propósito: por un lado, facilitar los procesos de integración de instituciones viables, reforzando la solvencia de la entidad resultante y promoviendo su reestructuración; y por otro, aportar una solución rápida y eficaz para entidades de crédito que no hubieran sido capaces de superar sus dificultades y dejasen de ser viables. Esta segunda modalidad solo ha tenido que utilizarse en el caso de CajaSur, mientras que el primer mecanismo ha permitido aprobar ocho procesos de integración. En total, las ayudas del FROB hasta la fecha ascienden a 11,559 millones de euros, poco más del 1% producto interno bruto (PIB).

Como se analizará más tarde, los procesos de integración habidos, en muchos casos apoyados por el FROB, han contribuido a solucionar o moderar varios de los desequilibrios de las cajas de ahorros antes apuntados: se ha reducido la dimensión global del sector así como su fragmentación, se ha mejorado la capacidad de acceso a los mercados de financiación, se ha potenciado la capacidad de operar con mayor eficiencia y rentabilidad y se ha acelerado el saneamiento de los riesgos problemáticos.

Cabe resaltar, también, que el FROB ha contado con la flexibilidad imprescindible para apoyar integraciones con independencia de su formato jurídico, de manera que tanto en el caso

de fusiones entre cajas, como de acuerdos de constitución de sistemas institucionales de protección (SIP), el FROB ha tenido la capacidad legal para instrumentar tales apoyos. Los SIP, denominados a veces *fusiones de hecho*, son una fórmula con efectos plenamente equivalentes a las fusiones.

#### 2) *La nueva ley de cajas*

La reforma de la ley de cajas de ahorro, articulada mediante el Real Decreto-ley 11/2010, probablemente la más profunda reforma del régimen jurídico de las cajas desde 1977, afrontó las debilidades de carácter estructural del sector antes descritas: gobernanza y capacidad para obtener en los mercados de capitales recursos propios de la máxima calidad.

La reforma abrió toda una serie de nuevas posibilidades para estas entidades, en particular: la captación de recursos propios de primera calidad y el ejercicio indirecto de la actividad financiera a través de una entidad bancaria a la que aportarán su negocio financiero (y en la que deberán mantener al menos el 50% de los derechos de voto, o en caso contrario, perderán su condición de entidad de crédito y deberán convertirse en fundación, centrada en el desarrollo de la obra benéfica social).

Las entidades que coloquen títulos con derechos políticos a terceros, directamente o por medio de un banco, se verán sometidas a una mayor vigilancia y seguimiento de los agentes financieros, lo que redundará en mejoras de la gestión. Esa reforma también incorporó elementos específicos encaminados a profesionalizar la gestión de las cajas de ahorros, con una reducción del peso de los cargos de representación pública, una regulación del régimen de incompatibilidades enfocada a mejorar el gobierno corporativo y un refuerzo de los requisitos exigibles de profesionalidad y experiencia exigibles.

#### 3) *Refuerzo de la transparencia*

En el verano de 2010 el Banco de España dio un claro impulso a la exigencia de mayor transparencia sobre la situación de las entidades de crédito de nuestro sistema, como un elemento clave para mantener o recuperar la confianza de los inversores. Las pruebas de resistencia (*stress test*), coordinadas a nivel europeo, tuvieron en España un alcance y transparencia muy superior al del resto de la Unión Europea, ya que su

cobertura alcanzó a más del 90% del total sistema, e incluyó todos los bancos cotizados y todas las cajas de ahorros, y no solo al 50% mínimo requerido en Europa. Además se publicó una información más amplia y detallada que la que exigía el marco común europeo, con especial atención al crédito sobre actividades inmobiliarias. En el apartado VI (5) puede verse el efecto que tuvo esta iniciativa. En la primavera de 2011 se repetirá un ejercicio similar coordinado a nivel europeo.

#### 4) *Modificación de las reglas contables sobre saneamientos*

También en el verano de 2010, el Banco de España decidió modificar la normativa contable de saneamiento de activos (provisiones), que es conocida por su carácter conservador y por estar basada en reglas objetivas. El objetivo fue triple: primero, reconocer el valor de las diferentes garantías inmobiliarias (graduándolo según el tipo de activo), pero aplicando, por precaución, importantes recortes y acortando el plazo en el que se debe provisionar el conjunto del riesgo; segundo, aumentar las dotaciones mínimas por los activos adjudicados, que no sólo dependerán del valor actualizado de las tasaciones, sino también del transcurso del tiempo; y, tercero, incentivar que a la hora de conceder créditos se establezcan márgenes de prudencia mayores y se tomen más cautelas para una valoración de las garantías realista y actualizada.

### IV. Resultados obtenidos

#### 1) *Cajas intervenidas*

Desde que estalló la crisis financiera internacional hace más de tres años y medio, sólo dos entidades de crédito en España, ambas cajas de ahorros, han entrado en crisis y se han debido aplicar los mecanismos de resolución vigentes en cada momento para entidades no viables. Se trata de la Caja Castilla-La Mancha (CCM) y de la CajaSur. El tamaño conjunto de ambas entidades sólo suponía algo más del 1% de los activos totales del sistema.

— Caja Castilla-La Mancha (CCM). El 29 de marzo de 2009, dentro del marco de actuación tradicional de los Fondos de Garantía de Depósitos (FGD), se acordó la sustitución de sus

administradores por otros designados por el Banco de España. Una vez concluido el proceso de reestructuración, el negocio bancario de CCM se ha integrado finalmente en el grupo Cajastur (que forma parte del SIP *Base*) en septiembre de 2010. La operación de saneamiento de CCM recibió las siguientes ayudas del FGD de Cajas de Ahorros: 2,475 millones de euros en un esquema de protección de activos de segundas pérdidas (ya que primero se consumen las provisiones para insolvencias constituidas previamente), y una operación de compra de activos en la que se reconocieron unas pérdidas de 596 millones de euros que podrían variar en función del resultado que se obtenga de la enajenación de los activos adquiridos. Con esta compra de activos se reembolsaron unas participaciones preferentes y un préstamo transitorio previamente concedidos por el FGD.

— CajaSur. Fue intervenida el 21 de mayo de 2010, de acuerdo con el nuevo marco del FROB. El FROB asumió la administración provisional de la entidad y en 55 días gestionó la adjudicación de su negocio, mediante un proceso competitivo, a BBK el 15 de julio de ese mismo año, con unas ayudas finales que ascendieron a 392 millones de euros, instrumentadas mediante un esquema de protección de activos.

La resolución de la crisis de CajaSur se benefició de la nueva regulación del FROB, que permitió una solución mucho más ágil, rápida y eficiente que la que tuvo que arbitrarse para CCM con el marco tradicional de los FGD, en el que cualquier solución de continuidad precisaba de la aprobación de la asamblea y de la Comunidad Autónoma.

#### 2) *Procesos de integración*

##### a) *Procesos sin ayudas del FROB y procesos con ayudas del FROB*

La mayoría de las cajas de ahorros españolas han protagonizado durante el año 2010 procesos de integración, que han reducido el número de entidades de 45 a 17. En los 12 procesos que han tenido lugar han participado 40 entidades cuyos activos representan el 95% del sector de cajas.

Cabe señalar que una cuarta parte de los procesos se han llevado a cabo sin necesidad de

**Cuadro 3**

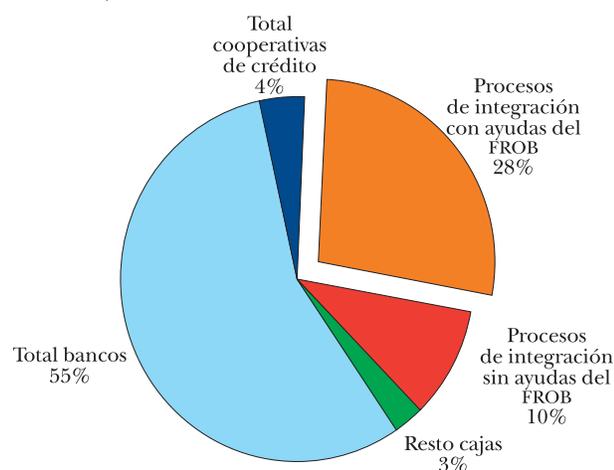
## ALCANCE DE LA REESTRUCTURACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

(En miles de millones de euros)

| Cajas de ahorros                          | Entidades participantes | Número de procesos | Activos totales (30-9-10) |
|---|-------------------------|--------------------|---------------------------|
| Procesos de integración con ayudas FROB   | 33                      | 9                  | 886                       |
| Procesos de integración sin ayudas FROB   | 7                       | 3                  | 326                       |
| Entidades intervenidas <sup>a</sup>       | 2                       | -                  |                           |
| <b>Total reestructuración</b>             | <b>40</b>               | <b>12</b>          | <b>1,212</b>              |
| Resto                                     | 5                       |                    | 74                        |
| <b>Total cajas de ahorros<sup>b</sup></b> | <b>45</b>               |                    | <b>1,286</b>              |

<sup>a</sup> Las dos entidades intervenidas participan en procesos de integración. <sup>b</sup> No incluye CECA.

ayudas del FROB. Como se muestra en la gráfica I, las ayudas del FROB se han concentrado en procesos en los que han participado cajas de ahorros cuyos activos suponen el 28% del total de los activos de las entidades de depósito españolas.

**GRÁFICA I. CAJAS QUE HAN RECIBIDO AYUDAS DEL FROB. COMPARACIÓN CON EL SISTEMA (% SOBRE EL TOTAL DE ACTIVOS)**

Los cuadros 4 y 5 resumen los procesos de integración, sin ayudas del FROB (cuadro 4) y con ayudas del FROB (cuadro 5)

Como puede apreciarse, a 15 de febrero de 2011, las ayudas del FROB de acuerdo con el cuadro anterior ascienden a 11,559 millones de euros.

Por lo tanto, la creación del FROB en el año 2009, y su capacidad para apoyar las integraciones de entidades mediante la suscripción de

**Cuadro 4**

## RESUMEN DE LAS INTEGRACIONES DE CAJAS DE AHORROS SIN AYUDAS DEL FROB

| Entidades <sup>a</sup> | Tipo   | Activos totales (sep-2010)           |                     |
|------------------------|--------|--------------------------------------|---------------------|
|                        |        | Importe (miles de millones de euros) | % sobre total cajas |
| La Caixa-Girona        | Fusión | 271                                  | 20.8                |
| Unicaja-Jaén           | Fusión | 35                                   | 2.7                 |
| Caja 3                 | SIP    | 20                                   | 1.5                 |

<sup>a</sup> Ver detalle de entidades en anexo 2

**Cuadro 5**

## RESUMEN DE LAS INTEGRACIONES DE CAJAS DE AHORROS CON AYUDAS DEL FROB

| Entidades <sup>a</sup>        | Tipo        | Activos totales (sep-2010)           |                     |                                     |
|-------------------------------|-------------|--------------------------------------|---------------------|-------------------------------------|
|                               |             | Importe (miles de millones de euros) | % sobre total cajas | Ayudas del FROB (millones de euros) |
| Banco Financiero y de Ahorros | SIP         | 345                                  | 26.4                | 4,465                               |
| Base                          | SIP         | 126                                  | 9.6                 | 1,493 <sup>b</sup>                  |
| Catalunya Caixa               | Fusión      | 77                                   | 5.9                 | 1,250                               |
| Novacaixagalicia              | Fusión      | 76                                   | 6.0                 | 1,162                               |
| Banca Cívica                  | SIP         | 73                                   | 5.5                 | 977                                 |
| Mare Nostrum                  | SIP         | 71                                   | 5.4                 | 915                                 |
| Caja España-Duero             | Fusión      | 46                                   | 3.5                 | 525                                 |
| BBK                           | Adquisición | 45                                   | 3.5                 | 392                                 |
| UNNIM                         | Fusión      | 29                                   | 2.2                 | 380                                 |

<sup>a</sup> Ver detalle de entidades en anexo 2. <sup>b</sup> La integración de CCM en Cajastur recibió además ayudas del Fondo de Garantía de Depósitos en Cajas de Ahorros: ver apartado 4.1.

participaciones preferentes, retribuidas a precios de mercado y reembolsables en un plazo máximo de cinco años –ampliable a siete–, ha permitido impulsar la racionalización y redimensionamiento de la estructura de las cajas de ahorros, un movimiento absolutamente necesario cuyos efectos se describen a continuación.

*b) Algunos efectos de los procesos**Tamaño*

Con la reestructuración del sector de cajas de ahorros en 2010 se ha corregido la excesiva fragmentación del mismo. Se ha pasado de una cifra de activos totales medios por entidad o (grupo) de 29 mil millones de euros a 76 mil millones de euros, potenciándose de esta manera su capacidad para competir de manera eficiente.

### *Capacidad instalada*

Estos procesos de integración constituyen, además, una forma de encarar el problema de unas redes y servicios centrales sobredimensionados que, desde el punto de vista global, habían creado un exceso de capacidad instalada en el sector y, desde el punto de vista individual, lastaban la capacidad de cada entidad para competir eficientemente. Los ajustes previstos son significativos, ya que representan recortes de entre el 10% y el 25% en número de oficinas y de entre el 12% y el 18% en las plantillas.

Además, desde las cifras máximas alcanzadas a lo largo de 2008, las cajas de ahorros habían reducido ya sus oficinas en un 5% y su personal en un 4%.

### *Saneamientos*

Los procesos de integración han facilitado, también, un elevado saneamiento de los balances de las entidades participantes, puesto que, por aplicación del criterio de *valor razonable* en las *combinaciones de negocios*, las cajas de ahorros han reconocido, en la fecha de la integración, unas minusvalías en inversión crediticia y activos adjudicados de 22 mil millones de euros.

### *Otros*

En el futuro próximo, los procesos de integración deberán alcanzar otros objetivos que apoyan su conveniencia. La mejora de la rentabilidad y eficiencia ha de ser una consecuencia que tendrá que apreciarse cuando las integraciones se vayan consolidando y los administradores pongan en práctica todas las medidas previstas.

Asimismo, estos procesos mejorarán la capacidad de estas entidades para acceder a los mercados de financiación ajena y de capitales.

### *3) Saneamiento del balance en el período 2008-2010*

Las medidas adoptadas han contribuido al esfuerzo global en provisiones que las cajas de ahorros han realizado en los tres últimos años para cumplir con los requerimientos contables del Banco de España, que incluyen la reforma de las reglas de saneamiento que tuvo lugar en el verano de 2010.

Así, además de los 22 mil millones de euros de minusvalías contabilizadas contra patrimonio en los procesos de integración, ya mencionados en

el apartado (2) anterior, en el trienio 2008-2010 (hasta sep-2010) las cajas de ahorros han dedicado más de 23 mil millones a dotar provisiones con la cuenta de pérdidas y ganancias para créditos y activos recibidos en pago de deudas, frente a menos de 10 mil millones en el trienio anterior. Además, el reconocimiento del deterioro en el valor de los activos durante el mismo período ha registrado otros casi 7 mil millones de euros adicionales, por el uso de la provisión genérica que las entidades habían ido constituyendo desde que en 1999 el Banco de España instauró la obligación de ir dotando este fondo de carácter dinámico para ser utilizado en las fases bajas del ciclo. En suma, desde 1 de enero de 2008 el sector de cajas de ahorros ha reconocido en sus libros unas pérdidas en el valor de sus inversiones de unos 52 mil millones de euros.

En el apartado siguiente se analiza la profundidad del saneamiento realizado en la cartera de promoción y construcción inmobiliaria, el segmento de la inversión crediticia que está sujeto a mayor escrutinio por los analistas.

### *4) Riesgos y saneamientos en el sector de promoción y construcción inmobiliaria*

El esfuerzo de saneamiento se ha centrado especialmente en el sector de promoción y construcción inmobiliaria. El riesgo de las cajas de ahorros en este sector alcanzó una cifra elevada, como consecuencia del fuerte crecimiento que experimentó en los años anteriores a la crisis. El cuadro 6 muestra un detalle de estas exposiciones, incluyendo no sólo el riesgo crediticio sino también el importe de los activos recibidos en pago de deudas (adjudicados).

De manera agregada, con datos todavía no auditados a diciembre de 2010, la exposición total de las cajas de ahorros al sector de promoción y construcción inmobiliaria ascendía a 217 mil millones de euros, de los que 173 mil millones correspondían a inversión crediticia, y 44 mil millones a inmuebles adjudicados o recibidos en pago de deudas. La inversión total potencialmente problemática (definida de forma amplia para incluir los créditos dudosos, los créditos en situación normal bajo vigilancia, y los inmuebles adjudicados) ascendía a 100 mil millones de euros, lo que supone el 46% del total.

La información anterior también se muestra desglosada por tipo de bien o de garantía: promoción terminada, promoción en curso, suelo urbano y urbanizable delimitado, y resto. En *resto*

Cuadro 6

## EXPOSICIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS AL SECTOR DE PROMOCIÓN Y CONSTRUCCIÓN INMOBILIARIA, DICIEMBRE DEL 2010

(En miles de millones de euros)

|  | Exposición | % sobre la exposición | % sobre el total riesgo crediticio <sup>b</sup> |
|--|------------|-----------------------|---|
| <i>Riesgo crediticio<sup>a</sup></i>                     | 173        | 80                    | 18  |
| Normal   | 117        | 54                    | 12  |
| Promoción terminada                                      | 50         | 23                    | 5   |
| Promoción en curso                                       | 26         | 12                    | 3   |
| Suelo urbano y urbanizable                               | 22         | 10                    | 2   |
| Resto  | 19         | 9                     | 2   |
| Normal bajo vigilancia                                   | 28         | 13                    | 3   |
| Promoción terminada                                      | 7          | 3                     | 1   |
| Promoción en curso                                       | 4          | 2                     | 0   |
| Suelo urbano y urbanizable                               | 10         | 5                     | 1   |
| Resto  | 7          | 3                     | 1   |
| Dudoso   | 28         | 13                    | 3   |
| Promoción terminada                                      | 9          | 4                     | 1   |
| Promoción en curso                                       | 5          | 2                     | 1   |
| Suelo urbano y urbanizable                               | 7          | 3                     | 1   |
| Resto  | 7          | 3                     | 1   |
| <i>Inmuebles adjudicados</i>                             | 44         | 20                    | 4   |
| Viviendas terminadas                                     | 18         | 8                     | 2   |
| Vivienda en construcción y resto (naves, oficinas, etc.) | 3          | 1                     | 0   |
| Suelo  | 23         | 11                    | 2   |
| <i>Total exposición</i>                                  | 217        | 100                   | 22  |

<sup>a</sup> Se incluye a estos efectos el crédito dispuesto, los avales financieros y el 50% del crédito disponible. En el caso de inmuebles adjudicados, se refleja el valor contable del crédito en el momento previo a la adjudicación o adquisición. <sup>b</sup> Porcentaje sobre riesgo crediticio total (no sólo el sector de promoción inmobiliaria) más adjudicados.

se incluye el resto de suelo, promociones sin licencia, garantías pignoratias, garantías personales y segundas hipotecas sobre el bien trabado.

Puede apreciarse que la cifra de 217 mil millones difiere de algunos otros datos que se han hecho públicos sobre el riesgo de las cajas de ahorros con este sector. En el anexo 3 se hace una comparación de estos datos.

El cuadro 7 muestra el grado de cobertura con provisiones de las exposiciones potencialmente problemáticas (dudosos, *normal bajo vigilancia* y adjudicados) del sector de promoción y construcción inmobiliaria.

Como puede apreciarse, las provisiones específicas constituidas suponen un 31% del total de estas exposiciones. Si a ello se agrega el importe de la provisión genérica, mayoritariamente utilizada para atender estos quebrantos, se comprueba que las provisiones totales cubren el 38%

de esta cartera, un porcentaje muy elevado, teniendo en cuenta que, además, la mayor parte de las operaciones cuenta con garantías hipotecarias, y que la cifra de 100 mil millones incluye 28 mil millones de riesgos normales según vigilancia, que bajo criterios contables internacionales, en principio, sólo precisarían de una provisión cautelar.

Si se comparara la cifra de provisiones totales constituidas (38 mil millones) con una estimación de las pérdidas *esperadas* para la cartera de 217 mil millones de euros de promoción y construcción inmobiliaria, calculadas para un escenario tensionado adverso de bajísima probabilidad de ocurrencia, como el utilizado en el ejercicio de resistencia de julio de 2010, resultaría que dichas provisiones alcanzarían el 77% de dicha pérdida esperada (un porcentaje muy elevado si se tiene en cuenta que las provisiones contables deben calcularse de acuerdo con las pérdidas *incurridas*, no las esperadas).<sup>1</sup>

Cabe insistir, por último, que la protección que las provisiones constituidas ofrecen ante eventuales caídas de valor de los bienes dados en garantía, o recibidos en pago de deudas, es superior a la aparentemente mostrada por los porcentajes señalados en el cuadro anterior. Es decir, las provisiones cubren pérdidas ante caídas porcentuales en el valor de los bienes muy superiores a dichos porcentajes. Ello se debe al margen de seguridad que proporciona el hecho de que los riesgos se conceden por importes inferiores, prácticamente siempre, al valor de la garantía

Cuadro 7

## COBERTURA DE LAS INVERSIONES POTENCIALMENTE PROBLEMÁTICAS EN EL SECTOR DE PROMOCIÓN Y CONSTRUCCIÓN INMOBILIARIA

|                                      | Inversión potencialmente problemática <sup>a</sup> |
|--------------------------------------|--|
| Exposición <sup>b</sup>              | 100  |
| Provisión específica <sup>b, c</sup> | 31   |
| Exposición (%)                       | 31   |
| Total provisiones <sup>b</sup>       | 38   |
| Exposición (%)                       | 38   |

<sup>a</sup> Incluye 28 mil millones de dudosos, 28 mil millones de normal bajo vigilancia especial y 44 mil millones de adjudicados. <sup>b</sup> En miles de millones de euros. <sup>c</sup> Incluye las provisiones constituidas para cubrir el 100% de la pérdida incurrida, así como las minusvalías adicionales reconocidas como consecuencia de los ajustes de valor en las combinaciones de negocios.

<sup>1</sup> Hay que recordar que, además, las cajas de ahorros cuentan con un coeficiente agregado de *capital principal* del 8.3%.

(esto es, con coeficientes de *loan to value* situados en promedio en el entorno del 60%). Como puede verse en el anexo 4 las provisiones constituidas por importe del 38% serían suficientes, en el ejemplo analizado, para absorber caídas de valor de hasta el 70% en el caso del suelo.

En resumen, puede concluirse que las cajas de ahorros han aplicado un enfoque muy prudente en el saneamiento contable de sus exposiciones con el sector de promoción y construcción inmobiliaria, ya que:

- Tienen reconocido como inversión potencialmente problemática un porcentaje altísimo de sus riesgos en el sector de promoción y construcción inmobiliaria, el 46%.
- El ciento por ciento de las pérdidas incurridas en esta cartera están ya cubiertas con provisiones. Además, las provisiones recogen también minusvalías adicionales contabilizadas en los procesos de integración por aplicación del criterio del valor razonable (que incluye también ajustes de valor por acomodación a las circunstancias actuales de los mercados relativos a primas de iliquidez y de riesgo, así como a márgenes de beneficios). Las provisiones totales, que computan la genérica, representan el 38% de la inversión potencialmente problemática.
- Si a pesar del reconocimiento contable de pérdidas tan intenso realizado sobre todo en el último trienio, se considerara que en el futuro pueden presentarse pérdidas adicionales en la exposición a promotores inmobiliarios, las estimaciones realizadas muestran que las provisiones constituidas cubren ya el 77% de las pérdidas esperadas en un hipotético escenario tensionado adverso de bajísima probabilidad de ocurrencia. A este porcentaje hay que añadir la capacidad para generar rentabilidad de explotación y beneficios potenciales por plusvalías latentes en las carteras.

##### 5) *Efectos de la publicación de las pruebas de resistencia en julio 2010*

La iniciativa de dar una cobertura al ejercicio de resistencia o de tensión muy superior al 50% mínimo que se exigía (en España fue superior al 90%, e incluyó todos los bancos cotizados y todas las cajas de ahorros), así como de ofrecer información más amplia que la requerida (por ejemplo,

sobre el riesgo de promoción inmobiliaria), tuvo un doble efecto: uno directo, al hacer posible un conocimiento preciso por todos los interesados de la capacidad de resistencia de nuestro sistema ante escenarios adversos; y, uno inducido, al facilitar la paulatina apertura de los mercados de financiación a las entidades españolas.

##### *Resultados de las pruebas de resistencia*

Estas pruebas de resistencia demostraron que las entidades españolas son, en su conjunto, sólidas y disponen de capacidad para absorber las pérdidas potenciales derivadas de escenarios extremos y muy poco probables.

El nivel de capital acordado por el ECOFIN para determinar si las entidades superaban las pruebas de resistencia se fijó en un coeficiente de recursos propios básicos –Tier1– del 6%, esto es, un 50% mayor que el mínimo legalmente exigido. Con estas condiciones, los resultados mostraron que, en el escenario tensionado de referencia, todas las entidades españolas superaron la prueba. En el escenario tensionado adverso, únicamente cuatro cajas de ahorros no alcanzaron ese objetivo mínimo del 6%. Es importante destacar que, si el ejercicio se hubieran realizado sobre la muestra de entidades exigida a nivel europeo (50% del sistema, lo que supondría incluir únicamente a los dos mayores bancos y a la caja de ahorros de mayor tamaño), ninguna entidad española habría dejado de alcanzar los niveles fijados.

##### *Efectos de la publicación de los resultados*

La publicación de las pruebas redujo de forma inmediata la incertidumbre que algunos agentes financieros venían mostrando sobre el sistema bancario español. Como consecuencia, se fueron abriendo paulatinamente oportunidades para las entidades españolas de acceder a los mercados financieros, que éstas fueron aprovechando para mejorar su estructura de financiación. Esta fase de recuperación de la confianza se interrumpió, no obstante, en noviembre de 2010, con el segundo episodio de crisis de la deuda soberana en algunos países, como se verá después.

##### 6) *Dependencia de la financiación mayorista*

Las medidas adoptadas hasta ahora no han establecido unas bases definitivas para solucionar plenamente el problema de la excesiva

dependencia de la financiación mayorista, una situación que, por naturaleza, no va a desaparecer de manera inmediata, sino que debe afrontarse de forma paulatina. Para ello, se requieren medidas de gestión, que las entidades están implantando por medio de sus planes de negocio, y, fundamentalmente, una recuperación definitiva de la confianza de los inversores institucionales en el sistema bancario. Una gran parte de las medidas descritas anteriormente en esta nota (procesos de integración, saneamiento de los balances, transparencia) están orientadas hacia ese objetivo: que el sistema bancario español reciba la confianza y el crédito que corresponde a su situación.

No obstante, es conveniente situar en sus justos términos este problema. Para ello se requiere conocer cuáles son las necesidades de financiación estables de las cajas de ahorros y compararlas con las fuentes estables de financiación. El cuadro 8 facilita el análisis anterior, mostrando la estructura de financiación del sector.

**Cuadro 8**

**ESTRUCTURA DE FINANCIACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS, DICIEMBRE DEL 2010**

(En miles de millones de euros)

| <i>Balance del sector de cajas de ahorros<sup>a</sup></i> |       |   |       |
|---|-------|---|-------|
| Crédito clientela <sup>b</sup>                            | 870   | Fondos propios  | 47    |
| Cartera de participaciones                                | 30    | Financiación mayorista a más de un año                | 273   |
| Resto de activos netos                                    | 5     | entre un año y dos años                               | 62    |
|   |       | entre dos y cinco años                                | 109   |
|   |       | a más de cinco años                                   | 102   |
|   |       | Financiación de minoristas <sup>c</sup>               | 590   |
| <i>Necesidades de financiación estables</i>               | 904   | <i>Fuentes de financiación estables</i>               | 911   |
| Cartera de títulos líquidos                               | 117   | Financiación mayorista a menos de un año <sup>d</sup> | 129   |
| Saldos en bancos centrales                                | 19    |   |       |
| <i>Total</i>  | 1,040 | <i>Total</i>  | 1,040 |
| Superávit financiación estable                            | 7     |   |       |

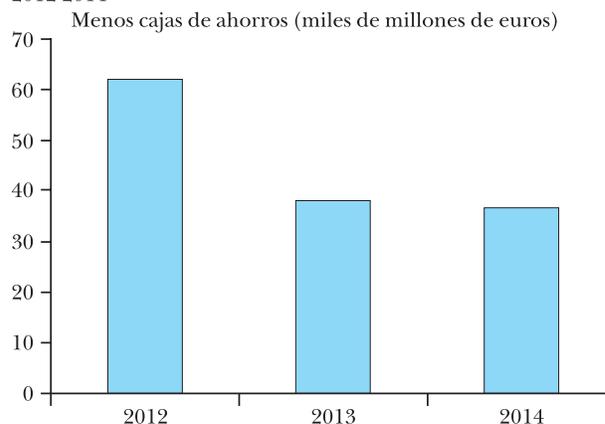
<sup>a</sup> Incluye CECA y bancos que forman parte de los grupos de las cajas de ahorros. <sup>b</sup> No incluyen los créditos vendidos mediante titulizaciones. <sup>c</sup> Depósitos e instrumentos financieros colocados en la red. <sup>d</sup> Además de emisiones y pagarés a menos de un año por 53 mil millones se incluye interbancario neto, acreedores mayoristas y financiación del BCE.

Puede observarse que las necesidades de financiación estables ascienden a 904 mil millones y están cubiertas, a plazos superiores a un año de

vencimiento, mediante diversas vías (fondos propios, financiación mayorista a más de un año, etc.) por un importe de 911 mil millones, lo que resulta en un superávit de financiación estable de 7 mil millones. Desde un enfoque complementario, en la medida en que para 2011 hay registrados unos vencimientos de financiación mayorista de 129 mil millones, y existen inversiones líquidas por importe de 136 mil millones (títulos negociados en mercados secundarios y operaciones activas con bancos centrales), las cajas de ahorros podrían afrontar con estos solos recursos un ejercicio anual de los mercados internacionales de renta fija muy adverso y altamente improbable

Por lo que se refiere a los vencimientos de la financiación mayorista a más de un año, la gráfica II muestra las amortizaciones previstas para el trienio 2012-2014.

**GRÁFICA II. FINANCIACIÓN MAYORISTA. VENCIMIENTOS, 2012-2014**



Se observa que en los próximos años la estructura de los vencimientos de la financiación mayorista a plazo medio de las cajas de ahorros está escalonada y homogéneamente distribuida.

En consecuencia, el problema de la dependencia de la financiación mayorista está adecuadamente identificado y acotado ya que es una cuestión de medio plazo y no de posibles estrangulamientos inesperados y que, además, tiende a remitir pausadamente. No obstante, es una cuestión que hay que seguir gestionando para mejorar paulatinamente la estructura financiera de las cajas.

Las nuevas medidas ante la situación actual, que se describen en el apartado V, han de contribuir a que se conozcan bien los límites de este problema y a generar una mayor confianza de los terceros en el adecuado saneamiento de los activos de las entidades y en su satisfactorio nivel de solvencia, lo que deberá ayudar a abrir vías

de financiación que actualmente están menos expeditas.

## V. Nuevas medidas ante la situación actual

Las medidas adoptadas hasta ahora se habían traducido en una serie de resultados muy positivos para el sector de cajas de ahorros, como se ha descrito en el apartado VI, pues estaban encaminadas a la solución de los problemas estructurales y de los desequilibrios de negocio acumulados por estas entidades.

Sin embargo, en noviembre de 2010 el segundo episodio de la crisis de deuda soberana, con su epicentro en Irlanda, provocó un nuevo brote de desconfianza sobre los países de la llamada *periferia* del euro en los mercados financieros, que volvieron a resultar de difícil acceso para muchas cajas de ahorro y que afectaron también a otras entidades bancarias.

Esta situación ha obligado a las autoridades a reaccionar de nuevo, en un doble sentido: en primer lugar, reforzando la exigencia de transparencia, de manera que las propias entidades puedan disipar las dudas renovadas sobre su fortaleza de la única manera posible, ofreciendo una información pormenorizada sobre sus riesgos y coberturas; en segundo lugar, elaborando una reforma normativa que garantizara una elevación general del nivel de solvencia de todo el sector, ya fuera mediante la obtención de capital de terceros o, en su defecto, recurriendo a la aportación de capital del FROB, por un período limitado de tiempo.

El objetivo último de estas medidas es proporcionar seguridad a todos los participantes en los mercados financieros internacionales sobre la situación de nuestro sistema bancario, para recuperar la necesaria confianza y certidumbre sobre su capacidad para seguir contribuyendo eficazmente a la intermediación de los flujos financieros de nuestra economía.

### 1) Más transparencia

Tras el impulso a la transparencia que el Banco de España dio en julio de 2010 al decidir la publicación de los resultados de las pruebas de resistencia europea de forma muy extensa, en noviembre de 2010 el Banco de España tomó la decisión de pedir a las cajas de ahorros que publicaran una información precisa sobre los dos puntos habitualmente destacados por los analistas

como debilidades principales de nuestro sistema bancario: la exposición al sector de promoción y construcción inmobiliaria, y el volumen de financiación mayorista y la situación de liquidez. En consecuencia, todas las cajas de ahorros con financiación mayorista han difundido esta información durante el mes de enero de 2011. El día 18 de enero, además, el Banco de España ha requerido formalmente a todas las entidades de nuestro sistema para que esta información sea incorporada a las cuentas anuales de 2010.

Esta misma nota da un paso adicional en la transparencia al ofrecer por primera vez información adicional detallada que hasta ahora no había sido publicada.

### 2) El Real Decreto-ley de medidas para el reforzamiento del sistema financiero

El Real Decreto-ley aprobado por el Gobierno el pasado viernes 18 de febrero de 2011 adopta una serie de medidas para reforzar la confianza en el sistema financiero español y garantizar su solvencia. Este objetivo se cumple mediante la aplicación de un requisito de solvencia muy elevado, ya que establece un nuevo coeficiente, adicional a los vigentes, que se cumplirá con un *capital principal* de, al menos, el 8% de los activos totales ponderados por riesgo en cada momento (con un mínimo, durante 2011, de los computados a fecha de 31 de diciembre de 2010). Ese 8% exigible se elevará hasta el 10% para las entidades en las que se verifiquen las dos condiciones siguientes: tengan una proporción de financiación en los mercados mayoristas superior al 20% y no hayan colocado a terceros al menos el 20% de su capital social. Se considera que si concurren ambas condiciones existe un mayor riesgo.

Asimismo se reforma el funcionamiento del FROB, autorizándole a adquirir acciones del capital social de las entidades con el fin de reforzar sus recursos propios, durante un período limitado de tiempo, a condición de que la entidad aplique un plan de recapitalización, con posibles compromisos referidos a la reducción de los costes de estructura, gobierno corporativo y otros. Si se trata de una caja de ahorros o de una integración de cajas mediante un SIP, se exigirá traspasar todo el conjunto de la actividad crediticia a un banco por alguna de las vías previstas en la normativa (ejercicio indirecto de la actividad financiera o transformación en una fundación titular de acciones de un banco).

## VI. Conclusión

Con la prolongación de la crisis económica, tras un período de crecimiento intenso de la actividad que generó en el sector de cajas de ahorros español algunos problemas específicos, especialmente la concentración en el sector de promoción y construcción inmobiliaria, el aumento de la dependencia de los mercados financieros mayoristas, el exceso de capacidad instalada, la excesiva fragmentación y la pérdida de rentabilidad, ha sido necesario abordar en el último año y medio un intenso proceso de reestructuración del sector y de reforma de su regulación.

En este período, las cajas de ahorros han efectuado un fuerte saneamiento de su cartera de créditos y activos adjudicados, han realizado un notable ejercicio de transparencia sobre sus exposiciones inmobiliarias y su estructura de financiación y han reforzado su capital mediante la retención de una parte muy relevante de sus beneficios y las ayudas del FROB en las cuantías necesarias de acuerdo con los planes aprobados por el Banco de España. Junto a ello, han abordado el mayor proceso de concentración en la historia del sistema bancario español, que implicará notables mejoras de eficiencia y de capacidad de acceso a los mercados financieros.

En noviembre del 2010, la crisis de la deuda soberana, con epicentro en Irlanda, exacerbó las dudas e incertidumbres que los inversores y mercados internacionales muestran normalmente en períodos tan continuados de debilidad económica, que originó un efecto contagio que se tradujo, por ejemplo, en incrementos notables de los diferenciales de la deuda española y en un nuevo freno a la recuperación de la confianza en el sector bancario español, especialmente en las cajas de ahorros.

Ante esta situación, el Gobierno aprobó el pasado 18 de febrero de 2011 una nueva reforma encaminada a reforzar aún más la solvencia de las entidades de crédito españolas, y promover la alternativa de que las cajas de ahorros que necesitan capital externo desarrollen su actividad financiera por medio de un banco, ya que esta estructura es la más adecuada para atraer a los inversores. Para aquellas entidades de depósito que no alcancen los nuevos niveles de capital exigibles, que son muy superiores a los actuales, y no sigan la vía de colocación de capital a terceros estarán disponibles los recursos del FROB. Ambas medidas pretenden consolidar la confianza en nuestro sistema y eliminar cualquier

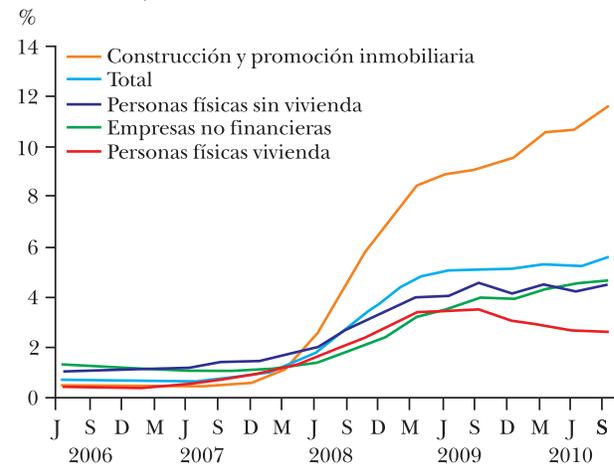
incertidumbre sobre su capacidad para encarar los desafíos del futuro a corto, medio y largo plazo.

### Anexo I

#### Situación de las hipotecas minoristas en España

En ocasiones se dice que uno de los problemas de las cajas de ahorros españolas es la elevada exposición al crédito hipotecario a los particulares para adquisición de vivienda. Esta visión negativa acerca de los riesgos que tendrían las hipotecas minoristas en España, se debe seguramente a la extrapolación al mercado español de los efectos que estas exposiciones han tenido durante la crisis en otros países. Sin embargo, como muestra la gráfica A. I, el comportamiento de las hipotecas minoristas en España es mucho mejor que otro tipo de exposiciones de las entidades de crédito. Así, su coeficiente de dudosos es del 2.5%, frente al 5.5% del conjunto del crédito y el 11.6% del sector inmobiliario y constructor.

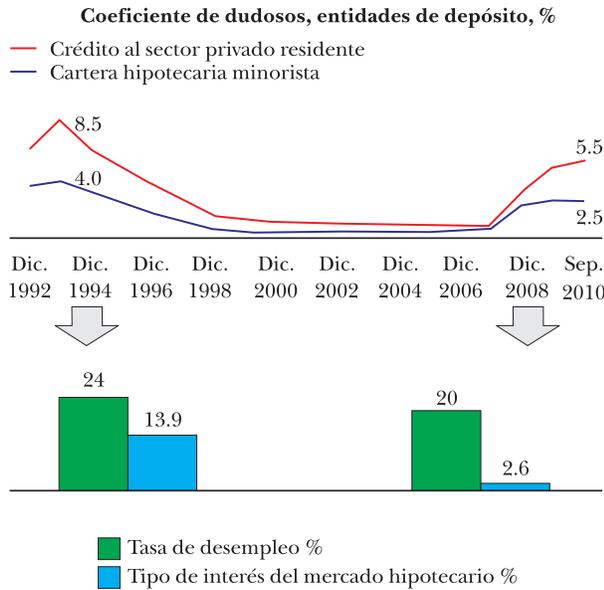
GRÁFICA A.I. EVOLUCIÓN DEL COEFICIENTE DE DUDOSOS DE HIPOTECAS MINORISTAS EN COMPARACIÓN CON OTROS SEGMENTOS, 2006-2010



Este mejor comportamiento de las hipotecas minoristas en España, está probado a lo largo del tiempo. Así, la gráfica A. II, con datos de los últimos veinte años, muestra que este buen comportamiento es análogo al que ya se observó en la crisis de 1992-1993. A pesar de que en aquel momento la tasa de paro alcanzó valores muy elevados –el 24%–, y que los tipos de interés se situaron en cifras muy superiores a las actuales, el coeficiente de dudosos permaneció, como actualmente está sucediendo, en valores reducidos

en comparación con el de la inversión crediticia total.

**GRÁFICA A.II. EVOLUCIÓN DEL COEFICIENTE DE DUDOSOS DE HIPÓTECAS MINORISTAS, TASA DE PARO Y TIPOS DE INTERÉS DE LAS HIPÓTECAS, 1992-2010**



Debido tanto a razones de tipo sociocultural y económico, como a los criterios aplicados en la concesión de la mayor parte de las operaciones y al régimen sobre adjudicaciones de bienes en garantía (la adjudicación no extingue la deuda), en España el segmento de hipotecas minoristas resulta ser especialmente resistente en una crisis como la actual.

Por ello, si bien es cierto que las cajas de ahorros destinan dos terceras partes de su actividad a negocios relacionados con la vivienda, dentro de ellos hay segmentos muy diferentes desde el punto de vista del riesgo. En concreto, el crédito a particulares para la adquisición de vivienda con garantía hipotecaria, que representa algo más del 45% de su inversión crediticia con el sector privado, es un activo de muy buena calidad en promedio.

## Anexo 2

### Detalle de entidades participantes en procesos de integración

#### 1) Integraciones sin ayudas:

*La Caixa:* La Caixa y Girona

*Unicaja:* Unicaja y Caja Jaén

#### Caja 3: CAI, Círculo de Burgos y Badajoz

#### 2) Integraciones con ayudas:

*Banco Financiero y de Ahorros:* Caja Madrid, Bancaja, Ávila, Segovia, Rioja, Laietana e Insular de Canarias

*Base:* Cajastur (incluye CCM), CAM, Cantabria y Extremadura

*Catalunya Caixa:* Catalunya, Tarragona y Manresa

*Novacaixagalicia:* Caixa Galicia y Caixa Nova

*Banca Cívica:* Caja Navarra, Caja Canarias, Burgos y Cajasol-Guadalajara

*Mare Nostrum:* Cajamurcia, Penedés, Sa Nostra y Granada

*Caja España-Duero:* Caja España y Caja Duero

*BBK:* Cajasur (adquisición)

*Unnim:* Sabadell, Terrassa y Manlleu

## Anexo 3

### La exposición de las cajas de ahorros al sector de promoción y construcción inmobiliaria. Comparación con otros datos publicados

#### 1) Comparación con los datos publicados en las pruebas de resistencia de julio de 2010

En el apartado IV de esta nota (cuadro 6) se cifra la exposición total de las cajas de ahorros al sector de promoción y construcción inmobiliaria en 217 mil millones de euros. Puede apreciarse que esta cifra es inferior en unos 86 mil millones a la cifra de exposición a esta cartera utilizada en julio de 2010 en los ejercicios de tensión (303 mil millones). Además del efecto de la evolución natural de la cartera (-10 mil millones), el resto se explica por el proceso de transparencia que se ha venido realizando progresivamente desde aquella fecha entre las entidades y el Banco de España para utilizar criterios más estrictos de imputación a cada una de las carteras, de tal forma que sean más ajustados a la realidad del riesgo y a la naturaleza de la operación y del cliente: así, unos 27 mil millones se han asignado a construcción civil y obra pública, 16 mil millones a grandes empresas con garantía inmobiliaria y 33 mil millones a Pymes con garantía inmobiliaria.

El cuadro A. 1 muestra estas cifras y, además, calcula el efecto que tendría esta clasificación más detallada a efectos de los cálculos de las pruebas de resistencia.<sup>2</sup>

**Cuadro A. 1**

COMPARACIÓN DE LOS DATOS DE EXPOSICIÓN  
AL SECTOR DE PROMOCIÓN Y CONSTRUCCIÓN  
INMOBILIARIA A 31 DE DICIEMBRE DE 2010  
CON DATOS PUBLICADOS EN LAS PRUEBAS  
DE RESISTENCIA, JULIO DE 2010

(En miles de millones euros)

| Fecha   | Cartera   | Exposición | Pérdida esperada | % PE |
|---|---|------------|------------------|------|
| Diciembre del 2009<br>(prueba de resistencia) | Promotores y adjudicados  | 303        | 55               | 18   |
|   | Promotores inmobiliarios  | 173        | 33               | 19   |
|   | Activos inmobiliarios adjudicados   | 44         | 16               | 36   |
| Diciembre del 2010                            | Subtotal:<br>Promotores inmobiliarios y activos inmobiliarios adjudicados | 217        | 49               | 23   |
|   | Construcción civil  | 27         | 2                | 8    |
|   | Pymes con garantía inmobiliaria   | 33         | 3                | 9    |
|   | Grandes empresas con garantía inmobiliaria                                | 16         | 1                | 6    |
|   | <i>Total</i>  | 293        | 55               | 19   |
|   | Evolución de la cartera   | -10        |                  |      |

Como puede apreciarse en el cuadro, esta mejora en la asignación de los riesgos a las carteras que corresponde según su naturaleza, no tiene efectos significativos sobre cálculos de pérdidas esperadas en las pruebas de resistencia y en las estimaciones de cobertura.

En efecto, en las pruebas de resistencia de julio de 2010, considerando el escenario adverso, se calculó una pérdida esperada de 55 mil millones de euros, el 18% de los 303 mil millones de euros de exposición total al sector de promoción

<sup>2</sup> Una operación típica de esta naturaleza es la concesión de un crédito a una empresa industrial, con garantía hipotecaria sobre la nave industrial donde están localizadas sus instalaciones de producción. En el momento de realizar las pruebas de resistencia de julio de 2010, por prudencia, esta exposición se había sectorizado en función de la garantía hipotecaria formalizada sobre el bien, y no basándose en la actividad productiva y el riesgo económico de la empresa deudora. A lo largo del segundo semestre de 2010, estas informaciones han ido afinándose para reflejar mejor el riesgo.

y construcción. Considerando la reasignación a distintas carteras, la suma de las pérdidas esperadas de los distintos tramos resultantes calculados con los mismos parámetros de quebrantos y con datos de diciembre de 2010 y que, como se ha señalado en la nota al pie (1), son datos provisionales, ampliamente contrastados, pero todavía no auditados, es también de 55 mil millones de euros, lo que supone el 19% de la exposición total, un punto porcentual superior al 18% antes mencionado.

### 2) Comparación con los datos publicados por las cajas de ahorros en enero de 2011

Agregando los datos presentados por cada una de las entidades, las cajas de ahorros han publicado una cifra total de riesgo con este sector de 205 mil millones de euros. Este valor es cercano a la cifra de 217 mil millones de euros considerada en esta nota. Gran parte de la diferencia está explicada por los distintos criterios de presentación de los datos: por ejemplo, en los datos de esta nota se han computado riesgos no dispuestos, tales como disponibles o avales financieros, que no han sido explicitados por las entidades, y los importes de los bienes adjudicados figuran, a efectos de la exposición considerada en esta nota, por el importe del préstamo en el momento previo a la adjudicación.

### 3) Comparación con los datos publicados en el Boletín Estadístico y el Informe de Estabilidad Financiera

El Boletín Estadístico del Banco de España publica los datos de la inversión crediticia de las cajas con el sector promotor y constructor. La última cifra disponible corresponde a 30 de septiembre de 2010 y situaba dicha inversión en 230 mil millones de euros. La diferencia con el importe que figura en esta nota (173 mil millones de euros) se debe a tres factores: la cifra publicada en el Boletín Estadístico no incluye disponibles ni avales (14 mil millones de euros), recoge el sector promotor y constructor en sentido amplio, es decir, incluye todas las actividades de esos sectores no relacionadas estrictamente con la construcción de viviendas (66 mil millones de euros) y en el último trimestre de 2010 la cartera con el sector promotor y constructor ha experimentado una baja de 5 mil millones de euros.

Aunque en el Informe de Estabilidad Financiera sólo se han publicado datos del total de entidades de depósito, sin detalle de los correspondientes al

subsector de cajas de ahorros, en los datos publicados en dicho informe para las entidades de depósito en su conjunto se han utilizado los mismos datos que los publicados en el Boletín Estadístico.

#### Anexo 4

##### **Análisis de las caídas implícitas de valor de los bienes en las hipótesis utilizadas para el cálculo de las pérdidas esperadas**

En el apartado IV de esta nota se ha analizado el elevado grado de cobertura con provisiones que el sector de cajas de ahorros había alcanzado a diciembre de 2010 de sus exposiciones al sector de promoción y construcción inmobiliaria. En concreto, las provisiones representaban el 77% de las pérdidas esperadas en el escenario tensionado adverso y el 38% de la inversión potencialmente problemática.

Se reseñaba, además, que la protección que las provisiones constituidas ofrecen ante eventuales caídas de valor de los bienes dados en garantía o recibidos en pago de deudas es muy superior a la aparentemente mostrada por los porcentajes anteriores. Es decir, las provisiones cubren pérdidas de caídas porcentuales en el valor de los bienes muy superiores a dichos porcentajes. Ello se debe al margen de seguridad que proporciona el hecho de que los riesgos se conceden por importes inferiores, prácticamente siempre, al valor de la garantía (esto es, con coeficientes de *loan to value* declarados por las entidades que se sitúan cerca del 60% en promedio, muy inferiores al 100%).

Este anexo ofrece unos ejemplos al respecto. Se trata de valorar adecuadamente el grado de *gravedad* con el que se calcula el deterioro bruto (pérdida esperada) que pueden generar los activos, para apreciar si recoge una evolución suficientemente adversa del precio de los activos subyacentes (vivienda y suelo), en el supuesto de que haya que venderlos tras su adjudicación. El cuadro A. 2 permite deducir que el parámetro de *gravedad* –quebranto en caso de impago (LGD)– del 38% con el que se calculan estas pérdidas esperadas (PD y LGD), implícitamente supone que, al vender el bien, esta eventual enajenación se lleva a cabo con un descenso del precio del 40% en vivienda terminada, del 45% en promociones de viviendas en curso, y del 70% en el suelo.

En el cuadro A. 2 se parte de unos LTV (relación entre el préstamo concedido y el valor del bien hipotecado) del 75%, 70% y 65% para viviendas terminadas, en construcción y suelo, respectivamente. Estos valores se han obtenido a partir de los datos declarados por las entidades, aplicando sobre ellos un ajuste prudencial.<sup>3</sup> Asimismo, los coeficientes de daño en caso de impago son los aplicados en el ejercicio de tensión europeo publicado en julio de 2010. A partir de estos datos, pueden calcularse las caídas implícitas en el valor de cada tipo de bien hipotecado con los que se calculan las pérdidas esperadas en el escenario adverso. A continuación se explica el procedimiento seguido para el caso de la vivienda terminada.

- Se parte de un valor de una vivienda terminada de 100, que va a ser financiada por una entidad de crédito.
- Como el LTV medio imputado para este tipo de bien es el 75%, el crédito que se le concederá será de 75.
- En el caso de que esta operación resulte impagada, la pérdida del 20% que la entidad tendría sería el importe del préstamo (75) multiplicado por la LGD (20%), es decir, 15. Por tanto, el importe que la entidad recuperará es de 60 (75-15).
- Como el valor de tasación del bien era de 100 y la entidad recupera 60, la caída implícita en el valor del bien es de 40 (100-60); es decir, un 40%. En consecuencia, una LGD del 20% equivale a una caída media de precio del 40% en el caso de la vivienda terminada.

Cálculos semejantes aplicados, asimismo, a la vivienda en curso y al suelo, permiten obtener los descuentos utilizados para estimar los deterioros brutos en las pruebas de resistencia, que suponen caídas del 45% y del 70% respectivamente. Para apreciar su *gravedad*, téngase en cuenta que la vivienda terminada, según las estadísticas disponibles, ha registrado en España una

<sup>3</sup> En la vivienda terminada, por ejemplo, el LTV medio declarado por las entidades de crédito españolas es del 60%. Por prudencia con las pruebas de resistencia, se supone que los créditos sobre las viviendas terminadas que entran en dificultades poseen unos LTV del 75%, para recoger la presunción de que los préstamos concedidos con mayor *generosidad* tienden a fallar más.

Cuadro A. 2

EJEMPLOS DE CAIDAS IMPLÍCITAS DE PRECIOS EN CÁLCULOS DE PÉRDIDAS ESPERADAS

(En miles de millones de euros)

|  | Datos de partida |                       | Ejemplos                   |                                 |   |                    |                            |
|--|------------------|-----------------------|----------------------------|---------------------------------|---|--------------------|----------------------------|
|  | LTV              | LGD (media utilizada) | Valor del bien a financiar | Importe crédito concedido (LTV) | Importe pérdida en caso de impago (LGD) | Importe recuperado | Caída del precio implícita |
| <i>Vivienda terminada+ adjudicados +V</i>  | (1)              | (2)                   | (3)                        | (4)=(1)*(3)                     | (5)=(4)*(2)                             | (6)=(4)-(5)        | (7)=[(3)-(6)]/(3)          |
| Vivienda terminada                         | 75               | 20                    | 100                        | 75                              | 15                                      | 60                 | 40                         |
| Vivienda en curso                          | 70               | 22                    | 100                        | 70                              | 15                                      | 55                 | 45                         |
| Suelo                                      | 65               | 54                    | 100                        | 65                              | 35                                      | 30                 | 70                         |
| Resto de garantías y garantía personal     | N.P              | 75                    |                            |                                 |   |                    |                            |
| <i>Total sector promotor y constructor</i> |                  | 38                    |                            |                                 |   |                    |                            |

caída media de su valor nominal estimada en el entorno del 10% y de su valor real del 15% desde finales del año 2007 al cierre del año 2010.

Como conclusión, las cajas de ahorros han efectuado un esfuerzo muy relevante de información sobre sus exposiciones, de reconocimiento de pérdidas y de saneamiento de su cartera

más complicada, promoción y construcción inmobiliaria, habiendo alcanzado una cobertura con provisiones muy alta, no sólo de la pérdida esperada estimada en un hipotético escenario adverso, sino también de la inversión potencialmente problemática (dudosos, normal bajo vigilancia y adjudicados).

# Navegando según la nueva normalidad en los países industrializados\*

Mohamed A. El-Erian

## I. Introducción

Es un enorme placer para mí estar acá este día y presentar la conferencia de la Fundación Per Jacobsson de 2010. Inicialmente, permítanme expresar mi profundo agradecimiento al Directorio Ejecutivo de la Fundación. Muchas gracias por este gran honor; y por permitirme reconectar con amigos y conocidos acá en Washington, D. C. y además por profundizar en una tradición personal que inició para mí en 1982, cuando asistí a mi primera conferencia Per Jacobsson.

He tenido el privilegio de aprender y de operar en muchos diferentes países y culturas, y me siento especialmente honrado por haber sido invitado por una Fundación cuyo objetivo es “promover y estimular las discusiones acerca de problemas monetarios internacionales, de apoyar investigaciones básicas en este campo, y difundir los resultados de estas actividades”. A la vez, debo de admitir sin embargo, que mi satisfacción viene acompañada por un grado de ansiedad.

Es intimidante seguir los pasos de personas sobresalientes que han disertado en el pasado y quienes cumplen con la descripción de la Fundación de ser “personas altamente calificadas con experiencia eminente en el mundo de las finanzas internacionales y la cooperación monetaria”. De hecho, a lo largo de los años he tenido el honor de interactuar con muchos de los confe-

rencistas que anteriormente han hablado en esta especial actividad. Tras haber trabajado con algunos de ellos –por ejemplo: Abdelatif Al-Hamad, Michel Camdessus, Andrew Crockett, Jacques de Larosière, Stan Fischer, Alan Greenspan, Guillermo Ortiz, Raghuraj Rajan, y Larry Summers–, les puedo decir con un grado de confianza que soy un valor atípico negativo: ¡cómo que fuera la cola izquierda de la distribución! (y en este día me escucharán hablar bastante acerca de las distribuciones y sus colas).

Dada esta realidad, ¿cómo podría contribuir a esta prestigiosa reunión?

Yo espero poder compartir mi análisis de la economía global con ustedes, el cual se basa en un enfoque bastante ecléctico que combina dimensiones académicas y de política junto con las realidades diarias de trabajar en una firma de administración de inversiones que está muy involucrada con los mercados financieros mundiales. Mi presentación estará basada en tres (espéremos que conocidas) hipótesis contextuales:

– Primero, el sistema monetario internacional sufrió un *paro repentino* hace dos años<sup>1</sup> –se

<sup>1</sup> Guillermo Calvo usó el concepto de *paro repentino* (*sudden stop*) para analizar la dinámica de las crisis de mercados emergentes [por ejemplo: Guillermo A. Calvo, “Explaining Sudden Stops, Growth Collapse, and BOP Crisis: The Case of Distortionary Output Taxes”, *IMF Staff Papers*, vol. 50, 2003 (edición especial para la tercera conferencia anual de investigación del FMI); disponible en: [www.imf.org/External/Pubs/FT/staffp/2002/00-00/arc.htm](http://www.imf.org/External/Pubs/FT/staffp/2002/00-00/arc.htm)]; Guillermo A. Calvo, Alejandro Izquierdo y Luis-Fernando Mejía, *On the Empirics of Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects*, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts, 2004 (Working Paper, núm. 10520); disponible en: [www.nber.org/papers/w10520](http://www.nber.org/papers/w10520)]. Este es un nuevo

\* Traduce y publica el CEMLA, con la debida autorización, el artículo *Navigating the New Normal in Industrial Countries*, de Mohamed A. El-Erian, jefe ejecutivo (CEO) y cojefe de inversión de PIMCO, presentado en la segunda conferencia de la Fundación Per Jacobsson, en Washington, D. C., Estados Unidos, el 10 de octubre del 2010.

podría decir que sufrió un paro cardíaco–, del cual miles de millones de personas a nivel mundial aún están sintiendo el impacto adverso del mismo.

- Segundo, las causas de la crisis se estuvieron gestando durante muchos años e incluían causas como excesos en los balances generales, fallas en la gestión de riesgo en casi cada nivel de la sociedad, infraestructuras anticuadas y sistemas de gobernanza y de incentivos desfasados tanto en el sector público como en el sector privado.
- Tercero, la dinámica que surgió de la fase del manejo de la crisis –en particular la combinación del desapalancamiento, la reregulación, el sobreendeudamiento y los retos estructurales en los principales países industrializados– están interactuando con una realineación secular acelerada de la economía global para crear lo que Ben Bernanke –presidente de la Reserva Federal de los Estados Unidos– llamó correctamente como una *perspectiva inusualmente incierta*.<sup>2</sup>

Dentro de este contexto, mi presentación formulará una pregunta que aún cuando es sencilla, es crítica y se trata de la desalentadora efectividad de las respuestas posteriores a la crisis tanto del sector privado como del público en los países industrializados: ¿por qué es que los resultados se han quedado consistentemente cortos con respecto a las expectativas y cuáles son las implicaciones?

Al responder, me referiré a tres ejemplos específicos que esclarecerán las dinámicas continuas que complican tanto las respuestas de política como las de las empresas. Estos son consecuencia de más de lo que se ha considerado cuando se trata de las reacciones apropiadas; también son importantes para el *cómo* y el *porqué*.

Hablan acerca de los retos que inadvertidamente fueron mal diagnosticados, mientras que

---

ejemplo de en qué medida las herramientas de mercados emergentes pueden arrojar luz sobre las experiencias recientes de los países industrializados –algo que comentaremos en más detalle más adelante.

<sup>2</sup> Ben S. Bernanke, “Semiannual Monetary Policy Report to the Congress”, testimonio ante el Comité de Banca, Vivienda y asuntos Urbanos, del Senado estadounidense, Washington, D. C., 21 de julio de 2010; disponible en: [www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20100721a.htm](http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20100721a.htm).

otros fueron expresados en un contexto equivocado o estaban sujetos a restricciones operativas excesivas. Estos también permiten aclarar el punto de vista de que el mundo había estado siendo mal servido por la tentación, entendible pero asimismo deplorable, de usar reversiones a la media de corto plazo como una forma taquigráfica cuando se pensaba en desajustes económicos y financieros.

El resultado es sencillo y a la vez alarmante. Mientras que los países industrializados lo hicieron bien durante la fase del manejo de la crisis (piensen en términos de *ganar la guerra*), no les ha ido tan bien en la fase posterior a la crisis (y por lo tanto, no están teniendo éxito en *asegurar la paz*). Por lo tanto, demasiados países industrializados se encuentran en una situación bastante desestabilizante en donde las expectativas involucran una amplia e inusual gama de resultados potenciales y riesgos elevados igualmente inusuales.<sup>3</sup> Cada vez más aquellas imágenes reconfortantes de expectativas normalmente distribuidas (en forma de campana) –caracterizadas por una media dominante y colas estrechas– le han cedido el paso a distribuciones mucho más planas con colas mucho más gruesas.

En mi opinión, no se le ha dado suficiente reconocimiento a este cambio, aún cuando es un resultado directo de las tres hipótesis generalmente aceptadas, que acabo de mencionar. De hecho, en la actualidad aún persiste un problema inusual de acumulación: cambios estructurales visibles y múltiples sobre el terreno no están siendo agregados de manera suficiente dentro del reconocimiento de que está sucediendo un cambio de paradigma, así como en la formulación de respuestas apropiadas –especialmente, pero no de manera exclusiva– en países industrializados.

El reconocimiento es la primera parte de una significativa corrección del rumbo –y por lo tanto es el objetivo de esta conferencia. Sabemos que mucho está en juego para la economía global.

Mientras más se tardan los problemas de

<sup>3</sup> Por ejemplo, Richard Clarida, “The Mean of the New Normal is an Observation Rarely Realized: Focus also on the Tails”, *Global Perspectives*, PIMCO, julio de 2010; disponible en: [www.pimco.com/Pages/hftheNewNormalisanObservationRarelyRealizedFocusAlsoonthetails.aspx](http://www.pimco.com/Pages/hftheNewNormalisanObservationRarelyRealizedFocusAlsoonthetails.aspx); y, Richard Clarida y Mohamed A. El-Erian, “Uncertainty Changing Investment Landscape”, *Financial Times*, 2 de agosto de 2010; disponible en: [www.ft.com/cms/s/0/3ff03d10-9e53-11df-a5a4-00144feab49a.html](http://www.ft.com/cms/s/0/3ff03d10-9e53-11df-a5a4-00144feab49a.html).

reconocimiento, mayor será el riesgo de una *inercia activa* continua, junto con resultados desalentadores. La posibilidad de cometer errores de política y accidentes de negocios crecerá aún más, y será más difícil para los gobiernos de los países industrializados convencer a sus ciudadanos (así como las personas que toman las decisiones en economías emergentes) a que participen de lleno en la formulación e implementación de soluciones requeridas y las instituciones multilaterales no podrán llenar el creciente vacío que se encuentra dentro del núcleo del sistema internacional.

## II. La anatomía de una crisis financiera global

### 1) *El punto de vista nacional*

Mucho se ha dicho y escrito –y habrá mucho más aún– acerca de la crisis financiera global. Sin duda alguna, existieron muchas cosas que contribuyeron hacia la crisis. Para dar una explicación un tanto resumida, podríamos pensar en términos de excesos en balances generales plurianuales y desequilibrios de pagos que coincidieron con el consumo excesivo y la sobreproducción de productos financieros *innovadores* los cuales solo fueron entendidos de manera parcial por los consumidores y fueron regulados y supervisados con ligereza por las agencias prudenciales.

Como sabemos, estos instrumentos financieros innovadores fueron muy poderosos en cuanto a bajar las barreras para entrar a muchos mercados, incluidos unos segmentos importantes del mercado inmobiliario de los Estados Unidos (EUA). Como resultado de ello, muchas familias compraron casas que realmente no podían pagar, para lo cual usaron hipotecas exóticas que no lograban entender por completo, y demasiadas empresas pequeñas adquirieron deudas que no pudieron amortizar. La situación se agravó aún más por otros lapsos en la gestión de riesgos e incentivos desalineados, tanto en el sector público como en el sector privado.

Antes de la crisis, los principales países industrializados se habían aventurado en balances generales plurianuales, de contaminación en serie. En PIMCO, a esto lo llamamos como la gran era de titulizaciones de débito y crédito, cuando fábricas de apalancamiento masivo operaban sin impedimento alguno y muchas veces, fuera del dominio directo de los reguladores y a veces

también del director de la compañía (que luego, se llegó a conocer como el *sistema bancario sombra*, un término que fue acuñado por mi colega de PIMCO, Paul McCulley).<sup>4</sup>

La fase inicial de un apalancamiento masivo involucró los balances generales de las familias y de las instituciones relacionadas con el tema de vivienda. No tardó mucho tiempo en que los balances generales de los bancos también se contaminaron. Como consecuencia, el apogeo de la crisis –entre septiembre y octubre de 2008– desestabilizó el funcionamiento del sistema de pagos y liquidación internacional.

Las fallas de mercado en cascada exacerbaron los intentos destructivos de un desapalancamiento masivo y simultáneo. El resultado fue un paro repentino y un colapso relacionado y altamente correlacionado con las actividades económicas a nivel mundial.

Los gobiernos y los bancos centrales no tuvieron más opción que participar con sus propios balances generales para contrarrestar el desapalancamiento masivo que estaba ocurriendo en otras partes. Lo hicieron de manera decidida e impresionante y lograron evitar una depresión a nivel global.

No obstante, y como todo en la vida, esto tuvo costos asociados (daños secundarios) y riesgos (incluidas consecuencias no intencionales). Se contaminó otro balance general –el del sector público. De nuevo, demasiados se sorprendieron posteriormente cuando más impensables e improbables se volvían la realidad.

### 2) *El punto de vista multilateral*

El manejo de la crisis del 2008-2009 involucró un grado de coordinación efectiva transfronteriza sin precedentes. Inició aquí en Washington, D. C., durante las deliberaciones de los diversos grupos de países y del Comité Financiero y Monetario Internacional en octubre de 2008, donde el Reino Unido tomó el liderazgo. Alcanzó su apogeo en abril de 2009 durante la cumbre del G20 en Londres.

Fue una coordinación global sin precedentes.<sup>5</sup> Las conferencias le cedieron el paso a las consultas y a una verdadera colaboración. Para los

<sup>4</sup> Paul McCulley, “Teton Reflections”, *Global Central Bank Focus*, PIMCO, agosto-septiembre de 2007, disponible en: (<http://singapore.pimco.com/LeftNav/Featured+Market+Commentary/FF/2007/GCBF+August+September+2007.htm>).

<sup>5</sup> Algunos han argumentado que las acciones fueron *coordinadas* en lugar de *coordinadas*.

mercados, fue obvia la comunalidad de los análisis, enfoques y propósitos, así como el alineamiento de las narrativas e intereses. El diseño e implementación de las medidas estuvo bien coordinado. Además, durante este período hubo conceptos persistentemente imposibles de cambiar (y fuera de moda) de representación global que al parecer sucumbieron ante una mayor aceptación de las realidades de la era moderna.

### 3) *La mezcla*

La combinación inicial de respuestas efectivas nacionales y globales fue muy exitosa para proveer un suelo para las economías mundiales. Las autoridades nacionales actuaron audazmente para abordar las fallas en cascada y lo hicieron de manera globalmente coordinada. Se evitó una depresión económica plurianual así como el tremendo sufrimiento que se hubiera ocasionado a miles de millones de personas a nivel mundial.

Muchas de las economías emergentes tuvieron una rápida recuperación, en parte porque en general al momento de iniciar la crisis sus condiciones eran mucho mejores (incluían: fondos de reservas internacionales mucho más fuertes, políticas con mayor flexibilidad, y una menor exposición a las finanzas estructuradas). En el proceso, demostraron un tipo de resiliencia económica y financiera que hubiera sido impensable solo unos cuantos años antes.

Los mercados financieros de los países industrializados también encontraron su estabilidad, debido a que ya tenían recortada la cola de la depresión. La marcada recuperación en riqueza (asociada con el repunte de los mercados de capital) amplificó el impacto del estímulo dado por el gobierno-banco central y del ciclo del inventario.<sup>6</sup> Las pérdidas mensuales de empleos se convirtieron en ganancias aceleradas, que hicieron pensar a algunos que la recuperación se había afianzado.

Desafortunadamente, tales declaraciones fueron demasiado prematuras, especialmente para los Estados Unidos y Europa. También, destacaron el hecho de que no había suficiente reconocimiento de la potente mezcla de fuerzas

económicas, políticas y sociales en juego. No tardó mucho para que el ritmo de la creación de empleo se hiciera más lento, se disipó la noticia de *verano de recuperación*, las proyecciones del PIB fueron revisadas repetidas veces hacia la baja y surgió el riesgo de una doble recesión, una deflación o ambas.

### III. Realidades poscrisis

El manejo de la crisis es difícil, sumamente difícil. Los líderes deben actuar con urgencia y con información parcial. Se necesita tener imaginación y audacia para superar los mecanismos de transmisión que funcionan mal. Muchas veces no hay suficiente tiempo para crear un amplio consenso social requerido para dar un fuerte apoyo a la legitimidad de la respuesta de política, ni digamos hacer las correcciones que inevitablemente se requieren, a mitad del camino.

Durante la fase de la poscrisis, las sociedades también tienen que gestionar las consecuencias no intencionales del período de manejo de la crisis. Inevitablemente, se adivinan las respuestas de las políticas. Los asuntos de equidad se ven de manera más perceptible; y la convergencia de políticas inicial que se formó en medio de la crisis da paso a la fragmentación y a una excesiva política arriesgada. De hecho, muchas veces el electorado reemplaza a los gobiernos porque están buscando mayor rendición de cuentas acerca de la crisis.

Esto ha sorprendido a las sociedades en los países industrializados. De hecho, ha sido muy inquietante toda la transformación de impensables e improbables en hechos tangibles.

Irónicamente, muy poco de todo esto sería noticia para las economías emergentes que ya han afrontado varias crisis financieras por su cuenta. Y, sin embargo, para muchos países industrializados ha sido como una sorpresa. De hecho ha existido una resistencia muy marcada entre muchos formuladores de políticas en cuanto a la aplicación de las *lecciones de los mercados emergentes* para atender algunos de los retos que afrontan sus países –a pesar de los importantes conocimientos internos que tal enfoque puede, y ha provisto.

La crisis financiera global reciente dejó también un importante legado de balance general. En particular, muchos de los países industrializados no tenían suficientes condiciones sólidas iniciales como para acomodar el uso masivo de

<sup>6</sup> Una buena discusión sobre esta dinámica se encuentra en Alan Greenspan, "The Crisis", *Brookings Papers on Economic Activity*, primavera de 2010, pp. 201-246; disponible en: [www.brookings.edu/~media/files/programs/es/bpea/2010\\_spring\\_bpea\\_papers/spring2010\\_greenspan.pdf](http://www.brookings.edu/~media/files/programs/es/bpea/2010_spring_bpea_papers/spring2010_greenspan.pdf).

los balances generales del sector público.

Las preocupaciones relacionadas con respecto a la deuda y a los déficits, han agregado riesgo soberano de país industrial a la ya sustancial lista de inquietudes sistémicas –una lista que (aún) incluye balances generales sobreapalancados en cualquier sitio (aunque no tanto como antes), desempleo inaceptablemente alto y persistente, incertidumbre normativa y complicaciones políticas (como por ejemplo, una situación donde lo deseable en términos económicos no es políticamente factible; y lo factible en términos políticos, no es económicamente deseable).

Las fragilidades también son evidentes a nivel global. En la medida en que las circunstancias de los países evolucionan de diferente manera en la poscrisis, se ha dificultado de nuevo la delegación de la autoridad nacional hacia las instituciones y grupos multilaterales, especialmente porque aún falta establecer mecanismos creíbles y sólidos de gobernanza global.

Sostener un alto grado de coordinación global (o si ustedes son menos caritativos, un alto nivel de *acciones correlacionadas*) más allá de la inmediatez de una crisis inherentemente difícil –una realidad que se suma a la complejidad de los períodos de la poscrisis. De hecho, las historias que se escucharán durante las reuniones anuales de este fin de semana –en especial sobre el tema de *guerras de monedas* y la representación del Directorio del FMI– son un recuerdo vívido de ello.

Tristemente, la respuesta global que una vez fue prometedora, se ha reemplazado por políticas nacionales que no han sido coordinadas adecuadamente, y por fricciones crecientes entre países. Además, con la simplificación excesiva de los debates (por ejemplo, *austeridad ahora* versus *crecimiento ahora*), la obsesión por soluciones de esquina ha tendido a ofuscar las connotaciones críticas de las políticas que están en juego.

No es sorprendente que el impresionante grado de coordinación global resaltado durante la reunión del G20 en abril del 2009 no haya durado mucho. Solamente tomó unos cuantos meses para que aquel momento de colaboración extraordinaria cediera el paso a las agendas exclusivamente nacionales.<sup>7</sup> Por supuesto y de manera irónica, es precisamente el éxito de las políticas coordinadas de manera global las que han permitido que los países tengan el lujo de

<sup>7</sup> Presenciamos los desacuerdos durante la reunión del G10 de julio de 2010 y las mayores preocupaciones acerca de las *guerras de divisas*.

volver de forma rápida en busca de sus agendas nacionales en exceso estrechas. En este proceso, el mundo ha perdido el consenso y el análisis común.

#### IV. La situación actual

Durante el transcurso del segundo y tercer trimestre del 2010, estuvo claro que tanto los formuladores de políticas como los mercados habían extrapolado un rebote cíclico en los países industrializados de manera equivocada, y también concluyeron con error que la aparente recuperación había desarrollado raíces seculares y estructurales. En la actualidad, los encargados de la formulación de políticas en los países industrializados –y en especial en el Reino Unido y en Estados Unidos, donde se apostó grandemente a las finanzas– se encuentran afrontando un importante conjunto de retos en el “camino empedrado hacia una nueva normalidad”.

Acuñamos el término *nueva normalidad* a principios del año 2009 en PIMCO, dentro del contexto de advertir contra el imperante (y dominante) punto de vista del mercado y de políticas que decían que las economías industriales poscrisis regresarían a sus promedios más recientes.<sup>8</sup> En lugar de eso, nuestras investigaciones sugirieron que la normalización económica (a diferencia de la normalización financiera) sería mucho más compleja e incierta –y de allí la analogía en dos partes de un *viaje asimétrico* y un *nuevo destino*.

Nuestro uso del término fue un intento de llevar la discusión más allá de la idea de que la crisis era más que solo una herida en la piel y que se curaba fácilmente en el tiempo. En lugar de ello, la crisis hasta llegó a cortar el hueso. Fue el resultado inevitable de un período extraordinario y plurianual, que fue cualquier cosa menos una situación normal.

<sup>8</sup> Por ejemplo, ver Mohamed A. El-Erian, “Why the World Should Worry about US Unemployment”, *Financial Times*, 2 de julio de 2009, y “Driving without a Spare”, *Secular Outlook*, PIMCO, mayo de 2010; disponible en: ([www.pimco.com/Pages/Secular%20Outlook%20May%202010%20El-Erian.aspx](http://www.pimco.com/Pages/Secular%20Outlook%20May%202010%20El-Erian.aspx)); y, William H. Gross, “Alphabet Soup”, *Investment Outlook*, PIMCO, julio de 2010; disponible en: ([www.pimco.com/Pages/InvestmentOutlookGrossAlphabetSoupJuly.aspx](http://www.pimco.com/Pages/InvestmentOutlookGrossAlphabetSoupJuly.aspx)). Luego, surgió el hecho de que el término había sido usado por Rich Miller un año antes en un contexto similar –ver: Rich Miller y Matthew Bejamin, “Post-Subprime Economy Means Subpar Growth as New Normal in US”, *Bloomberg News*, 18 de mayo de 2008, disponible en: ([www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aVZRne8kZBG1](http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aVZRne8kZBG1)).

También importante mencionar es que el concepto de nueva normalidad no fue un intento de captar lo que *debería suceder*. En lugar de eso, el concepto establecía más sobre lo que *probablemente sucedería* dada la configuración prevaliente de factores nacionales y globales – algunos de ellos, heredados y otros, la consecuencia de las elecciones que se habían realizado. En otras palabras, la nueva normalidad postulaba el mundo que evolucionaría, ausente de cambios significativos en los enfoques de política y de negocios.

Es un mundo de crecimiento silenciado en los países industrializados y con una tasa de desempleo obstinadamente alta –donde el sector privado continúa desapalancándose, las finanzas públicas son más y más preocupantes y la reregulación reemplaza a la desregulación. Todo esto está sucediendo dentro del contexto de una migración acelerada del crecimiento y de las dinámicas de riqueza de las economías industriales a las economías emergentes.

Quien iba a decir que después de casi un año de agudo escepticismo de los mercados y de los círculos políticos, el concepto de nueva normalidad sea ahora tan popular y de manera tan amplia. (Y, al hacerlo, ¡ahora significa muchas cosas diferentes para diferentes personas!).

Los investigadores –en particular, Carmen Reinhart y Ken Rogoff– generaron un trabajo empírico admirable y exhaustivo que apoya el punto de vista de un proceso de recuperación complejo y prolongado.<sup>9</sup> Otros, como Warren Buffett, han encontrado formas de comunicar esta realidad, de manera poderosa y a la vez elegantemente sencilla. Hace dos semanas dijo que los Estados Unidos tenía “una enorme, enorme herida... Toma tiempo para que las heridas cicatricen, sin importar que tan bueno sea el cuidado que se dé”.<sup>10</sup>

<sup>9</sup> Carmen M. Reinhart y Vincent R. Reinhart, *After the Fall*, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts, 2010 (Working Paper, núm. 16334); disponible en: <www.nber.org/papers/w16334>; y, en *Macroeconomics Challenges: The Decade Ahead*, Economic Policy Symposium, Jackson Hole, Wyoming, del 26 al 28 de agosto de 2010 (Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City); Carmen M. Reinhart y Kenneth S. Rogoff, *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton, Nueva Jersey, 2010.

<sup>10</sup> Warren Buffett, entrevista en CNBC, 22 de septiembre de 2010, durante el evento “10,000 Small Business”, LaGuardia Community College, Nueva York. Durante esta entrevista, Buffett también enfatizó que “la cosa más grande que se tiene dentro de la economía estadounidense, real-

Los retos de la nueva normalidad que afrontan los países industrializados son el resultado de dos fenómenos interrelacionados: primero, un proceso plurianual de ir en forma masiva estructuralmente fuera de balance, como se pudo ver mediante el consumo excesivo en países industrializados, burbujas de activos promovidas por apalancamiento, manejo inadecuado del riesgo y estructuras de incentivos, así como también aceleradores destructivos en forma de innovaciones financieras mal entendidas; y segundo, las repercusiones de la destrucción de grandes balances generales, de los cuales, alguna parte aún en la actualidad se mantiene ofuscada por temas de contabilidad. Sus interacciones se acentuaron por los reajustes globales en curso.

Entre los síntomas de estos retos se incluye: el crecimiento económico silencioso en los países industrializados; un alto y persistente desempleo, el cual es cada vez más estructural en su naturaleza; desapalancamiento continuo del sector privado; grandes déficits y deudas del sector público; incertidumbre normativa; y una mayor influencia de la política sobre la economía. También aparecen en las dinámicas aceleradas de migración del crecimiento y la riqueza hacia el mundo emergente.

Las dinámicas resultantes son tanto inusuales como inquietantes para las sociedades industrializadas.<sup>11</sup> Como tal, también afectan la forma cómo la sociedad piensa acerca de su futuro. Por supuesto, estamos viviendo cambios que son dignos de mencionar, tanto en el patrón de formación de expectativas como en el comportamiento.

Al hablar de la formación de expectativas, vemos que el predominio de las distribuciones que tienen una forma regular (de campana) está cediendo a distribuciones más planas con colas mucho más amplias. Este tipo de distribuciones más planas y más gruesas son un reflejo de la *perspectiva inusual incierta* que es parte del cambio de paradigma. En algunos casos, estas se han invertido (por ejemplo, ver la gráfica de expectativas inflacionarias que se incluyó en un reciente

mente, es la capacidad regenerativa del capitalismo estadounidense y que eso no sucede de un día para otro”.

<sup>11</sup> Piense nuevamente sobre la caracterización del gobernador Bernanke sobre una *perspectiva inusualmente incierta*. Ver también, Mark Carney, “*Restoring Faith in the International Monetary System*”, comentarios del gobernador del Bank of Canada durante la Spruce Meadows Changing Fortunes Round Table, en Calgary, Alberta, 10 de septiembre de 2010; disponible en: <www.bis.org/review/r100916a.pdf>.

Inflation Report –informe de inflación– del Bank of England).<sup>12</sup>

También estamos presenciando cambios interesantes en las expectativas sobre el bienestar de los hijos y nietos. Es bastante común ver estudios realizados en países industrializados que resaltan las preocupaciones acerca de que las futuras generaciones tendrán que poner empeño para alcanzar los estándares de vida de las generaciones actuales. En tanto, una tendencia opuesta es cada vez más evidente en economías emergentes de importancia sistémica. En ese caso, vemos que más y más personas ahora creen que sus hijos y nietos tendrán una mejor vida que la que ellos tienen.

También está cambiando el comportamiento de las empresas y los hogares en los países industrializados donde se están embarcando en un mayor grado de *autoaseguramiento* –de nuevo, un fenómeno que es común para las economías emergentes, sin embargo mucho menos conocido en países ricos donde predomina el uso colectivo de seguros. Por ejemplo, se atestigua que las empresas estadounidenses están acaparando cantidades inusuales de efectivo en sus balances generales, y también se nota la extensión en que hogares de EUA están disminuyendo el riesgo de sus carteras mediante la venta continua de acciones para convertirlos en efectivo y en bonos.

Todo esto está sucediendo en una sociedad en la cual, por lo general, el dinero quemaba un hoyo en los bolsillos de las empresas y de las personas. Y también está sucediendo en el contexto donde las tasas de interés son casi confiscatorias y las agencias del sector público realizan intentos masivos para incitar al sector privado a que tome más riesgos.

La posibilidad de tener un mundo con rendimientos nominales persistentemente bajos, por medio de tasas de interés bajas de manera inusual, tiene sus propias complicaciones. Pienso en la gama de promesas que se han hecho basadas en la suposición de tasas de interés nominales y rendimientos crecientes. Esto es visible, en particular, en la industria de las pensiones y de los seguros. Mientras que la mayoría son súperseculares por naturaleza, su impacto podría

<sup>12</sup> Bank of England, *Inflation Report-August 2010*, Londres, 2010; disponible en: [www.bankofengland.co.uk/publications/inflationreport/irlatest.htm](http://www.bankofengland.co.uk/publications/inflationreport/irlatest.htm)). Como se observa en las gráficas del informe, se han colocado mayores pesos tanto arriba como abajo, contrario a los resultados que están en, o cerca de la meta.

empezar a ser apreciado un poco más temprano.<sup>13</sup>

Volveré a las implicaciones de todo esto –y sí son importantes. Mientras tanto, es absolutamente imperativo tener un mejor entendimiento del porqué ocurrió esta situación. Para este fin, vale la pena pensar en tres impensables o improbables para los países industrializados: la importancia del sobreendeudamiento, el grado de cambio estructural y el alcance al cual la normalización financiera podría complicar (y no solo facilitar) la normalización económica.

Estos tres factores proveen mucha claridad sobre los retos que afrontan los países industrializados. También, explican por qué las políticas han sido inefectivas de manera tan frustrante. Además, muestran la creciente tensión entre la economía y la política. Efectivamente, habrá que pensar en ellas como cuando se apunta a puntos ciegos en las políticas y los mercados donde se puede y deberían ser abordadas, especialmente porque sus consecuencias adversas podrían estar entre nosotros durante muchos años.

#### 1) *Los balances generales sí son muy importantes*

“Tonto, son los niveles y no las tasas de crecimiento. Son los niveles los que son importantes aquí.”

Mervyn King, gobernador del Bank of England, hizo este revelador comentario en agosto del 2009. No muchas personas lo tomaron en serio.

En general, los países industrializados afrontan serios retos en los balances generales. Con las perspectivas de crecimiento lento, no se puede asegurar que estos países podrán crecer y salir de esta manera de sus problemas. En ese proceso, descubrirán la naturaleza destructiva del *sobreendeudamiento*.

Mientras que los paralelos solo eran parciales, la experiencia de América Latina durante la década de los ochenta –así como la literatura relacionada que habla de sobreendeudamiento– podría esclarecer algunos de los aspectos de los retos afrontados en la actualidad en los países industrializados.<sup>14</sup> De hecho, podría ser tan

<sup>13</sup> Un ejemplo actual es Nueva Jersey, a donde el gobernador está tratando de acelerar las decisiones de reestructuración sobre los pagos de pensiones.

<sup>14</sup> Por ejemplo, ver las discusiones en Paul Krugman, *Market-Based Debt-Reduction Schemes*, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts, 1988 (Working

revelador como la más ampliamente usada comparación japonesa.

En efecto, los países latinoamericanos (como Chile y Colombia) pudieron crecer y no sucumbieron ante la reestructuración de la deuda durante la década de los ochenta. Sin embargo, otros países no fueron tan afortunados. El principal diferenciador para esos países fue si las reestructuraciones estaban haciéndose de manera ordenada o destructiva. En este proceso se sacrificó el valor de una década de crecimiento.

La dinámica del sobreendeudamiento adquiere especial importancia para entender los continuos descalabros en la periferia de Europa.

El Banco Central de Europa (ECB) ha estado apoyando directa e indirectamente la deuda gubernamental emitida por los países periféricos de Europa; la Unión Europea y el FMI están proporcionando la asistencia presupuestaria y han indicado su buena voluntad y capacidad de hacer más; además varios de los gobiernos en la periferia de Europa se han embarcado en programas de ajustes serios y valientes. Sin embargo, las medidas del mercado de los diferenciales de riesgo se mantienen altas, incluso están en niveles muy peligrosos para algunos (por ejemplo Grecia e Irlanda).

El punto es que *a pesar* de todo lo que ha hecho el sector oficial, no están entrando nuevos inversionistas. Mientras tanto, los inversionistas existentes se están aprovechando de la sombrilla proporcionada por el sector público para buscar la salida. En este proceso, el trío de generadores de inversión, crecimiento y empleo están siendo socavados.

En estas condiciones, es que algunas economías de la periferia de Europa verán que es difícil limitar la disminución del PIB así como el incremento relacionado en el desempleo y las presiones sociopolíticas. Mientras tanto, habrá mayor preocupación sobre la contaminación del balance general del ECB, el riesgo de contagio crecerá y la naturaleza rotativa de los recursos del FMI estará expuesta a un riesgo considerable.

---

Paper, núm. 2587); disponible en: <[www.nber.org/papers/w2587.pdf](http://www.nber.org/papers/w2587.pdf)>; y, Jacob A. Frenkel, Michael P. Dooley, y Peter Wickham (eds.), *Analytical Issues in Debt*, FMI, Washington, D. C., 1989; así como Jeffrey Sachs, "The Debt Overhang of Developing Countries", y otros documentos en Guillermo A. Calvo, Ronald Findlay, Pentti Kouri y Jorge Braga de Macedo (eds.), *Debt, Stabilization and Development: Essays in Memory of Carlos Díaz-Alejandro*, Basil Blackwell, Oxford, 1989.

## 2) Cambios estructurales requieren de respuestas estructurales

Estamos rodeados de evidencia de cambios estructurales. Por ejemplo, se atestigua el inusual y lento funcionamiento de los mercados laborales de los Estados Unidos, los cambios en el comportamiento de las empresas y de los hogares, al que hice mención anteriormente, y la extensión en que las empresas están resistiendo las medidas de política que están dirigidas a incentivar mayor contratación de personas y que inviertan de manera más agresiva. ¿Nos sorprende que los supuestos de crecimiento que apuntalan muchas de las acciones de política en países industrializados hayan sido demasiado (y repetidamente) optimistas?

En realidad si lo piensan, esos cambios estructurales no deberían de sorprendernos. Recuerden, estamos viviendo en la gran era del apalancamiento, la deuda y la titulación de la deuda y del crédito. En este proceso, estamos dejando atrás un paradigma donde algunos países – especialmente el Reino Unido y los Estados Unidos– apostaron de forma inadvertida (fuerte y erróneamente) a las *finanzas* como paso natural en la maduración secular de las economías para escalar la curva del valor agregado: de la agricultura a la industria, a los servicios y finalmente, a las finanzas.<sup>15</sup>

Este inusual período permitió que muchas actividades florecieran cuando inherentemente eran insostenibles. Además de comprar casas que ellos no podían pagar, la gente prestó dinero e hicieron uso de sus ahorros pensando que los precios de las casas crecerían. Las firmas invirtieron en sectores que tenían altos niveles de actividad, pero solo porque existía la disponibilidad de créditos artificiales. Acreedores apalancados (incluido, capital privado) financiaron a empresas que únicamente se podían mantener en el negocio usando el cada vez mayor apalancamiento y otros tipos de ingeniería financiera creativa.

Estos acontecimientos, junto con sus implicaciones estructurales, no fueron entendidos a profundidad. Por lo tanto, las consideraciones cíclicas han dominado la forma de pensar y han determinado las acciones de demasiados gobiernos. Como consecuencia, los resultados han

<sup>15</sup> El hecho de que muchos usaron el término *finanzas* en lugar de usar *servicios financieros* dice mucho del grado al cual el sector creció más allá de lo que la economía real podía sostener.

quedado consistentemente cortos en relación con las expectativas, incluido de manera más crítica el área del empleo.<sup>16</sup>

Nuestras preocupaciones deberían de enfocarse más en el área del empleo (y más ampliamente en el funcionamiento de los mercados laborales), cuando veamos hacia el futuro de los países industrializados y de la economía global.<sup>17</sup> La alta tasa de desempleo persistente está siendo más estructural por naturaleza, y por lo tanto, está erosionando las capacidades y destrezas de la fuerza laboral y ejerciendo presión sobre las inadecuadas redes sociales de seguridad y los ya forzados presupuestos gubernamentales. Mientras tanto, la movilidad de mano de obra está siendo socavada por problemas continuos en el sector de vivienda.

El impacto de todo va más allá de los desempleados. También hace que aquellas personas que están empleadas tengan más cuidado, y esto agrava el problema de la demanda agregada deficiente.<sup>18</sup>

En lugar de cuestionar la efectividad limitada de los enfoques cíclicos, muchos han respondido abogando por hacer más de lo mismo. Este patrón, aún cuando es reprochable, no debería tomarnos por sorpresa. El comportamiento económico detalla los motivos por los cuales las personas e instituciones caen presas de la inercia activa. Tiene que ver con un marco inapropiado, con compromisos internos desfasados y una zona de bienestar sumamente restrictiva.<sup>19</sup> De hecho, el riesgo más grande que afrontan las sociedades que ya están experimentando cambios de paradigma, no es la incapacidad de reconocer el cambio. Más bien, es poder reconocer el cambio pero reaccionando con lo que es familiar en vez de hacerlo con lo que es efectivo.

<sup>16</sup> Mohamed A. El-Erian, "A New Normal", *Secular Outlook*, PIMCO, mayo de 2009; disponible en: [www.pimco.com/Pages/Secular%20Outlook%20May%202009%20El-Erian.aspx](http://www.pimco.com/Pages/Secular%20Outlook%20May%202009%20El-Erian.aspx).

<sup>17</sup> Mohamed A. El-Erian, "Why the World Should Worry about U.S. Unemployment", *Wall Street Journal*, 8 de julio de 2010; disponible en: <http://online.wsj.com/article/SB10001424052748704111704575354792743173672.html>.

<sup>18</sup> Mohamed A. El-Erian, "The Real Tragedy of Persistent Unemployment", *Wall Street Journal*, 8 de julio de 2010; disponible en: <http://online.wsj.com/article/SB10001424052748704111704575354792743173672.html>.

<sup>19</sup> Por ejemplo, ver Daniel Kahneman y Amos Tversky (eds), *Choices, Values, and Frames*, Cambridge University Press, Cambridge, 2000; y, Daniel Kahneman, *Maps of Bounded Rationality: A Perspective on Intuitive Judgement and Choice*, conferencia Premio Nobel, Estocolmo, Suecia, diciembre de 2002; disponible en: [http://nobelprize.org/nobel\\_prizes/economics/laureates/2002/kahneman-lecture.html](http://nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/2002/kahneman-lecture.html).

No es de sorprenderse que, los países industrializados se encuentren teniendo que abordar retos serios y no resueltos.<sup>20</sup> En el proceso, los desequilibrios de pagos internacionales de años pasados están regresando, lo cual complica aún más la ya frágil configuración global –una que afronta riesgos proteccionistas cada vez más crecientes.

La falla de reconocer los retos estructurales no está limitada solo a nivel nacional. En la medida en que los países emergentes continúan creciendo de forma robusta, cambia la composición de la economía global (ya sea que usen medidas de actividad o de riqueza). Es una evolución continua que tiene que ser mejor entendida. Esto únicamente puede suceder si una mayor imparcialidad de pensamiento dominara los círculos políticos y los mercados tanto en las economías industrializadas como en las emergentes.<sup>21</sup>

### 3) *La normalización financiera sobrepasa la normalización económica, y no tiene excedentes para ayudar a Main Street con suficiente rapidez*

Los retos afrontados por los Main Street en los países industrializados, incluyen la sensación de inseguridad que resulta del desempleo y endeudamiento excesivo, contrastan con la aparentemente increíble recuperación en Wall Street –una recuperación que tomó a muchos formuladores de políticas por sorpresa y agravó una ya complicada situación sociopolítica.

Fíjense en la palabra *aparentemente*. Ciertamente, mientras algunos de los encargados de formular las políticas fueron sorprendidos por la velocidad y magnitud de la recuperación, así como del retorno de los bancos a sus malos hábitos de siempre, estos acontecimientos fueron predecibles dadas las medidas de política que se habían establecido. Después de todo, el hecho de superar las pérdidas bancarias era una meta del enfoque de política dirigido a recapitalizar el sistema

<sup>20</sup> Incluye una alta tasa de desempleo en los Estados Unidos, asuntos recurrentes sobre la deuda soberana en la zona del euro y la incapacidad de Japón –a pesar de muchos esfuerzos explícitos– para contrarrestar la apreciación de la moneda que está combinando dos décadas de un crecimiento silenciado y deflación.

<sup>21</sup> Como un ejemplo, piense en la actual política arriesgada de China y los Estados Unidos sobre temas de tipo de cambio bilateral: Mohamed A. El-Erian, "IMF Meetings Should Target Double-Dip Risk", *Bloomberg*, 15 de septiembre de 2010; disponible en: [www.bloomberg.com/news/2010-09-15/imf-meetings-should-target-double-dip-risk-mohamed-a-el-erian.html](http://www.bloomberg.com/news/2010-09-15/imf-meetings-should-target-double-dip-risk-mohamed-a-el-erian.html).

bancario, incluido en el uso de mayores ganancias retenidas.

Tomen en cuenta la curva de rendimiento, el generador más potente de ganancias significativas de bajo riesgo para los bancos. La ingeniería de una curva muy pronunciada convirtió a las instituciones tomadoras de depósitos en grandes generadoras de ganancias.

Durante dos años, los bancos han estado pagando tasas de interés bien bajas y de corto plazo sobre depósitos y han estado usando las ganancias para bajar una muy inclinada curva de rendimiento del Tesoro. Este motor poderoso de ganancias magnificó el impacto de todas las garantías que se establecieron para ayudar a los bancos a recaudar fondos adicionales y monetizar las inversiones líquidas.

Los bancos pasaron parte de sus ingresos como compensación y bonos en ausencia de una tributación imprevista y duradera del aumento artificial en las ganancias.<sup>22</sup> Comprensiblemente, esto reavivó la cólera hacia las instituciones, que fueron consideradas por los políticos y ciudadanos como las responsables de la crisis financiera global. Resaltó, nuevamente, un resultado que es totalmente inaceptable en una sociedad democrática: la privatización de ganancias masivas y la socialización de enormes pérdidas. También suscitó una mayor percepción general de que los gobiernos estaban en contra de los negocios.

Mientras tanto, el derrame de la normalización de Wall Street hacia la economía real, aún está limitado. Hemos visto que los mecanismos de transmisión tradicional son menos poderosos, debido principalmente a los temas de los balances generales pero también a la continua minimización de riesgos y recortes del sistema bancario.

No se espera mayor cambio por ese lado en los años venideros. Las reformas regulatorias evolucionarán de la etapa de diseño a la etapa de implementación. Durante ese proceso, el límite de velocidad en Wall Street se reducirá y se fortalecerá la aplicación de la implementación. También se verá afectada la escala y el ámbito de la intermediación financiera debido al descenso en los subsidios de facto de los bancos en la medida en que maduren las deudas garantizadas (algo

<sup>22</sup> Aún el Reino Unido, que impuso un impuesto sobre bonos en apariencia draconiano, no pudo cambiar el comportamiento de compensación de los bancos de manera significativa. Los bancos vieron el impuesto como excepcional y escogieron compensar a sus empleados por el impuesto en lugar de cambiar el proceso de compensación.

definitivo) y se aplane la curva de rendimiento (una posibilidad).

#### 4) *En resumen*

Los tres casos ilustran las influencias que son evidentes en otras partes cuando se evalúan las reacciones poscrisis de las instituciones en los países industrializados, ya sea del sector público o del sector privado. Hubo muchas instancias de respuestas inadecuadas con respecto al sobreendeudamiento y a los cambios estructurales, y aún existe muy poco entendimiento con respecto al funcionamiento del sector de servicios financieros.

Mientras más tiempo persista esta situación, mayores serán las dificultades que experimentarán los países industrializados para reducir el desempleo, sostener un alto crecimiento, fortalecer las redes de seguridad y superar las preocupaciones del riesgo soberano. A su vez, esto acentuará las grandes divisiones que de por sí ya son evidentes –no solo entre Main Street y Wall Street, sino también entre pequeñas y grandes empresas, entre hogares ricos y pobres, y entre las generaciones actuales y las generaciones futuras.

También es importante recordar que esto no solo es una preocupación a nivel nacional. Las dimensiones globales también tienen consecuencias y no deberían de desestimarse.

El sistema actual de libre comercio y finanzas globales afronta serios retos significativos. Ya hemos sido testigos de la erosión en el mercado, del ancla de la economía abierta para la economía global; han surgido acuerdos de pagos bilaterales y se pueden palpar las tensiones sobre la moneda.

Mientras que no se puede reemplazar algo con nada, el mundo aún afronta el riesgo de una mayor erosión en un hasta ahora marco unificador, junto con un movimiento hacia uno más fragmentado. En este tipo de mundo, el regionalismo irá de ser un medio (en otras palabras, un trampolín hacia el multilateralismo) a un fin en sí mismo (un reemplazo parcial).

No ayuda el hecho de que todo esto haya sucedido en un momento donde la economía global necesita tener una adaptabilidad y agilidad adicional. Como les dije antes, se está buscando acomodar una migración plurianual gradual de las dinámicas del crecimiento y la riqueza de los países industrializados hacia los países emergentes, y hacerlo dentro del contexto de una

singular falta de análisis común entre países y resistencia continua de parte de aquellos que desean continuar aferrados a las titularidades históricas en lugar de reconocer y aceptar las realidades actuales.<sup>23</sup>

## V. De cara al futuro

El análisis sugiere que la economía global se encuentra nuevamente en una coyuntura crítica.

Los países industrializados en la actualidad están perdiendo el impulso de la recuperación, después de haber evitado una depresión inducida por la crisis. Si no tienen cuidado, ellos podrían caer dentro de una década perdida de bajo crecimiento, alto grado de desempleo y destrucción del bienestar. Además de los efectos adversos directos sobre el crecimiento y el comercio global, tal deterioro complicaría el reto que afrontan internamente las principales economías emergentes con respecto al manejo de la fase de escape del desarrollo.

Las sociedades de los países industrializados deberán ir más allá del *qué* hacer, para minimizar estos riesgos; también deberán de tomar en cuenta el *cómo* y el *por qué*. De estar ausente ese cambio, la inercia activa continuará dominando, la innovación de instrumentos será aún más evasiva y el sector privado continuará respondiendo mediante un mayor autoaseguramiento y mayor desapalancamiento.

Los asuntos que se refieren a la distribución de ingresos (y otros aspectos compositivos) también requerirán de atención más urgente – dentro de las actuales generaciones, así como entre las generaciones actuales y futuras. Y el sistema político encontrará aún más difícil mancomunar una respuesta holística, que agravaría la polarización y provocaría medidas de políticas poco sistemáticas y reactivas.

La responsabilidad será de los gobiernos nacionales y ellos tendrán que minimizar estos riesgos. Ellos pueden y deben hacerlo.

Los países industrializados afrontan los retos más difíciles; los encargados de formular políticas, las empresas y los hogares necesitarán tomar pasos atrevidos.<sup>24</sup> Las economías emergentes de importancia sistémica también son parte de la

solución con respecto a lo que aflige a la economía global. Las reformas estructurales son clave para sostener un mayor consumo de parte de una clase media emergente que, en muchos de los casos, ahorra una fracción increíblemente alta de sus ingresos para compensar las deficiencias en otros lados.

Sí, definitivamente, la mayor parte del levantamiento pesado necesitará hacerse a nivel nacional. Habiendo dicho esto, podemos decir que las instituciones multilaterales pueden (y deberían de) jugar un papel mucho más importante. Este aspecto es la parte central del final de esta conferencia.

Aquellos que estén interesados en tener una mejor perspectiva global deberían mirar hacia las instituciones creíbles y de buen funcionamiento para que jueguen un mayor papel en informar e influir sobre el diseño e implementación de políticas nacionales globalmente consistentes y reforzadas.

Mi opinión con respecto a esto ha sido forjada durante los 15 años que estuve acá en Washington en el FMI y el tiempo que he invertido siguiendo a la institución de cerca desde entonces.

La calidad promedio del personal es admirable. La institución tiene la capacidad de producir reflexiones analíticas innovadoras –y no solo en sus publicaciones periódicas (como por ejemplo, *World Economic Outlook* y *Global Financial Stability Report*), sino que también por medio de investigaciones de un tema único (tal como el análisis reciente sobre la influencia de la deuda y los déficits sobre la formación de la tasa de interés en países industrializados).

El FMI continua siendo el mejor lugar para centralizar las experiencias de los países, para intercambiar mejores prácticas, y para proveer un foro seguro para el intercambio de políticas.

La membrecía virtualmente universal de la institución le da un acceso incomparable a los países, que incluye las obligaciones de los miembros según el Artículo IV (el cual se traduce en revisiones periódicas –usualmente anuales– por parte del personal, la administración y el Directorio Ejecutivo del FMI).

En pocas palabras, el FMI tiene una posición única para ser el asesor de confianza.<sup>25</sup> También está entre los mejor colocados para reunir las

<sup>23</sup> El desacuerdo constante sobre puestos en el Directorio Ejecutivo del FMI, es un ejemplo de esto.

<sup>24</sup> Ver Mohamed A. El-Erian, "Time to Go Beyond Another Stimulus", *Washington Post*, 27 de agosto de 2010.

<sup>25</sup> Mohamed A. El-Erian, *When Markets Collide: Investment Strategies for the Age of Global Economic Change*, McGraw-Hill, Nueva York, 2008.

piezas de la nueva normalidad y derivar planes de acción que se pueden discutir, implementar y a los que se puede dar seguimiento. Sin embargo, la institución continúa estando corta en cuanto a la facilitación del nivel requerido de coordinación internacional de políticas y en implementar un proceso significativo de revisión entre homólogos que sea visto como creíble, justo y efectivo.

En años recientes, se ha progresado bastante en el abordaje de deficiencias de hace muchos años. Habrá que ver la readaptación del personal para asegurar que el enfoque tradicional sobre temas económicos sea complementado con un mejor entendimiento de los mercados financieros; los intentos por mejorar, aunque al margen, la voz y representación de las economías emergentes; el gran incremento de los recursos financieros del Fondo y los esfuerzos por mejorar la gobernanza y desarrollar un modelo de ingresos internos más robusto.

Este progreso es importante. Desafortunadamente, el FMI aún no está donde queremos que esté para llenar el vacío creciente en el centro del sistema internacional. Mientras más persista esta brecha, mayor será el riesgo para la economía global.

Luego está un asunto aún más complejo –la naturaleza del mandato político del FMI. Este asunto probablemente será discutido en el G20, ya sea en su forma actual o reformada y requerirá un grado de confianza e interacción entre los dos que aún no está visible para los de afuera.

## VI. Comentarios finales

Hace dos años, los formuladores de políticas de todo el mundo, se reunieron acá en Washington, D. C., y reconocieron que el mundo estaba a punto de una disolución económica. Juntos iniciaron un impresionante conjunto de medidas donde mostraron una concordancia en cuanto a propósitos, narrativas, intereses y acciones. El sector privado también respondió, en la medida en que las empresas y los hogares tomaban pasos para navegar el paro repentino de los flujos financieros globales. Se había ganado la guerra en contra de la depresión global.

Los libros de historia reportarán con admiración sobre la fase del manejo de la crisis. Lamentablemente, serán menos generosos cuando hablen del período de la poscrisis.

Habiendo ganado la guerra, las sociedades de

los países industrializados están fallando en asegurar la paz. De hecho, algunas correcciones importantes de medio camino están ausentes y los países industrializados afrontan la posibilidad de un bajo crecimiento, alto desempleo cada vez más y más estructural por su naturaleza; pérdidas de bienestar, que incluye un número creciente de ciudadanos que están cayendo en las grandes brechas creadas por redes de seguridad que están funcionando al máximo; y un mayor riesgo de proteccionismo.

Esta dicotomía entre ganar la guerra y asegurar la paz es muy importante. Hace que se destaquen las deficiencias del diagnóstico, las limitaciones operativas inapropiadas y el hecho de que los desequilibrios estructurales y de los balances generales que tomaron años en generarse, no pueden superarse de inmediato. Se trata de lo que probablemente sucederá e indica la urgente necesidad de tener un análisis más comunitario así como el reconocimiento de las desagradables y, sin embargo, inevitables compensaciones políticas que se tienen que hacer en el mundo de las políticas del segundo y tercero mejor.

También refleja una confianza intelectual excesiva sobre los caminos más cortos, incluyendo la reversión a la media de corto plazo. Una parte importante de la decepción de los resultados poscrisis se debió al alto grado de inercia activa que domina a los países industrializados, e incluye las dificultades de cambiar de una actitud cíclica a una actitud que también reconoce temas que son pertinentes a los cambios nacionales y globales de paradigmas y sobreendeudamiento.

Es muy urgente que las sociedades industrializadas vayan más allá de las respuestas cíclicas y esto deberá hacerse mediante un criterio más largo y secular. Las instituciones multilaterales pueden y deberían de jugar un papel más importante para ayudar a navegar durante esta transición tan crítica. Estas instituciones deberán de incrementar sus esfuerzos para poder manejar los bien conocidos problemas de muchos años, para poder traducir lo posible en lo probable, y deberán hacerlo más allá del ritmo actual.

Al concluir, no debo de olvidar la reflexión del filósofo Lawrence Peter Berra. El señor Berra, jugador y gerente legendario de béisbol –quien es mejor conocido por su apodo *Yogi* Berra– dijo una vez: “El futuro no es lo que una vez fue”.<sup>26</sup> Esperemos que la economía global

<sup>26</sup> *Yogi Berra, The Yogi Book: “I Didn’t Really Say Everything I Said”, Workman, Nueva York, 2010.*

responda a esta realidad con el grado de coraje, imaginación, propósito y determinación requeridos para manejar la crisis financiera global.

Muchas gracias por su atención y por la maravillosa oportunidad de estar con ustedes este día.

# Expansión de las posiciones brutas de activos y el sistema monetario internacional\*

*Maurice Obstfeld*

## I. Introducción

Una característica sobresaliente de la evolución monetaria internacional de las últimas dos décadas ha sido que las posiciones brutas de activos internacionales se han disparado a niveles sin precedentes. El fenómeno es más evidente en el caso de los países industrializados de altos ingresos; pero de manera general, hasta las posiciones brutas de activos externos privados de países emergentes están experimentando una tendencia ascendente. Los datos más conocidos de este fenómeno son los que Philip Lane y Gian Maria Milesi-Ferretti han recopilado; en la gráfica I se muestran para algunos países. La gráfica muestra la suma de activos y pasivos brutos externos divididos por el PIB.

Mi teoría es que estas posiciones brutas abultadas que, evidentemente reflejan flujos financieros brutos inflados, tienen implicaciones importantes para el funcionamiento del sistema monetario internacional. Algunas de estas implicaciones han resultado dolorosamente evidentes en el curso de la crisis financiera mundial del 2007-2010, a la vez que, también ha sido evidente que el conocimiento de los economistas en relación con los determinantes de los flujos fi-

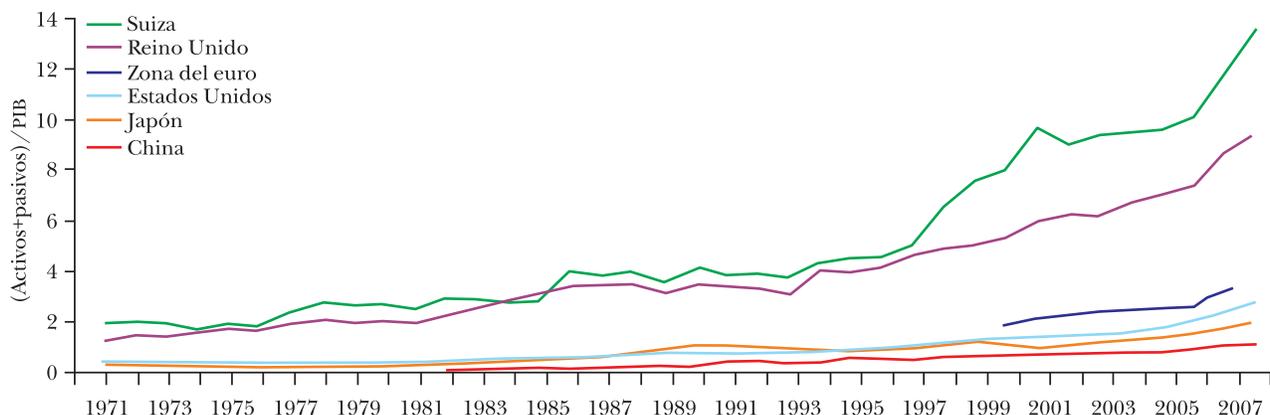
nancieros brutos y sus repercusiones es bastante escaso. En lo que respecta al producto, y con base en la evidencia hasta la fecha, las posiciones brutas se muestran no estacionarias y, de forma más plausible, se trata de un instrumento de rápido cambio estructural. Pero no podemos predecir con confianza cuándo (o si) surgirá una distribución estacionaria de los coeficientes de posición bruta. Esta es otra área en donde la macroeconomía convencional se ha abstraído de los fenómenos del mundo real que tienen importancia de primer orden para la estabilidad y el bienestar económicos.

La caída de las barreras políticas y tecnológicas al comercio internacional de activos es, por supuesto, consistente con la tendencia general, pero tiene algunos indicios para explicar las posiciones de los activos que han crecido rápidamente en múltiplos del PIB –muy lejos de los que podrían implicar los simples modelos de agentes homogéneos de la distribución del riesgo internacional. Y existe la sospecha de que la proliferación del apalancamiento puede reflejar distorsiones económicas, o magnificar los impactos de cualquier distorsión. Es evidente que hay grandes multiplicadores en el trabajo. Pero, ¿qué tan grandes son, qué determina su tamaño, en que se diferencian según el tipo de moneda –y lo más importante, qué es lo que se está multiplicando? El análisis y el empirismo sobre el tema tienden a ser complicados, pero existe una terrible necesidad de avance intelectual sobre paradigmas que puedan informar a los formuladores de políticas a medida que le dan seguimiento a la economía mundial.

Quisiera organizar mis comentarios alrededor de tres áreas relacionadas en donde una

\* Traduce y publica el CEMLA, con la debida autorización, los comentarios de M. Obstfeld, funcionario de la Universidad de California, en el simposio del Banco de Reserva Federal de la Ciudad de Kansas sobre “Macroeconomic Challenges: The Decade Ahead” (Desafíos macroeconómicos: la década futura), Jackson Hole, Wyoming, 26-28 de agosto de 2010. El autor está agradecido por las discusiones con Pierre-Olivier Gourinchas y por el apoyo recibido del Coleman Fung Risk Management Research Center en la UC-Berkeley.

GRÁFICA I. ACTIVOS EXTERNOS BRUTOS MÁS PASIVOS, PAÍSES SELECCIONADOS, 1979-2007



consideración de las posiciones brutas de activos parece ser crucial para la organización del sistema monetario internacional en el futuro:

- La importancia del saldo de la cuenta corriente tal y como se midió convencionalmente.
- La determinación de los tipos de cambio en ambientes de crisis.
- La necesidad de prestamistas internacionales de última instancia.

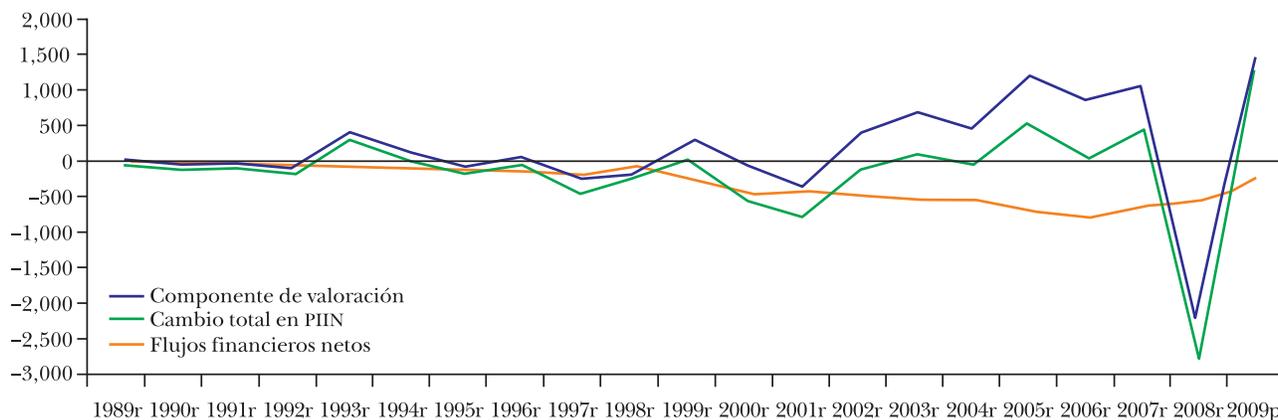
Por supuesto, esta lista no agota el conjunto de problemas de política relevantes. Por ejemplo, la proliferación de flujos brutos transfronterizos obviamente ha complicado la tarea de supervisión financiera prudencial y ha aumentado ampliamente la importancia de un enfoque coordinado internacionalmente. Dados los flujos netos, los mayores flujos brutos colocan aún más presión de absorción en los sistemas financieros potencialmente frágiles, que conduce a una mayor necesidad de contar con una supervisión más completa y coordinada a escala mundial. En ausencia de tal coordinación, es difícil ver de qué manera los países podrían evitar controles de capital cuando buscan la segunda o tercera mejor solución nacional. Por otra parte, es probable que el arbitraje regulatorio internacional sea un contribuyente significativo de la proliferación del apalancamiento y, por ende, de las posiciones brutas (Acharya y Schnabl, 2009). Sin embargo, a pesar de la urgente importancia del tema, las limitaciones de tiempo sólo me permitirán tratar hoy la reglamentación financiera mundial de manera tangencial.

## II. El papel cambiante de la cuenta corriente

Las medidas convencionales de ingreso nacional omiten ganancias y pérdidas de capital en activos tales como acciones, vivienda y bonos en moneda extranjera. Asimismo, el saldo de cuenta corriente, que mide únicamente el exceso de ingreso nacional sobre la absorción total, deja por fuera cualquier cambio transfronterizo de los valores de los activos de capital. Los cálculos de la posición neta de inversión internacional (PNII) deben corregirse en cierta forma para que estos cambios de valoración obtengan, de todas formas, una estimación cuantitativa precisa de las obligaciones generales de un país con, o los activos frente, el resto del mundo.

La gráfica II muestra el saldo neto del flujo financiero para los Estados Unidos (la cuenta corriente menos errores y omisiones) junto con la valoración ajustada calculada por el Bureau of Economic Analysis (BEA, oficina nacional de análisis económico), cuando las inversiones directas se calculan a valor de mercado. La impresión visual es bastante sobria, aunque el fenómeno general no se limita en forma alguna a los Estados Unidos. La amplia oscilación en la valoración de los activos –causada por las variaciones del tipo de cambio así como de los movimientos de los precios de los bonos y las acciones– minimiza el efecto de los flujos financieros. A veces, estos trabajan en oposición a la cuenta corriente, aun cuando mejoren la PIIN a pesar de un gran déficit de cuenta corriente (por ejemplo, casi todos los años entre el 2003 y el 2007). En el año de crisis 2008, los cambios de precio sacaron 2.2 billones de USD de la PNII. Esto equivale a más de tres TARP (programa de alivio de activos problemáticos estadounidense), aunque un poco menos

**GRÁFICA II. SALDO DE FLUJOS FINANCIEROS DE LOS ESTADOS UNIDOS Y CAMBIO DE VALORACIÓN EN LA PIIN, 1989-2009**  
(en miles de millones de USD)



que las reservas externas totales actuales de China. Los cambios de valoración agregaron más de 1.4 billones de USD a la PNII en el 2009, momento en el cual el déficit de cuenta corriente de los Estados Unidos se había reducido a sólo cerca de 400 mil millones de USD.

Sabemos muy poco acerca de la razón por la cual los Estados Unidos conservan la cartera internacional neta que tienen –largo en capital, corto en deuda, largo en divisas, corto en dólares. Gourinchas y Rey (2007) han mostrado que, históricamente, exportaciones estadounidenses netas más altas predicen rendimientos más bajos sobre la PNII de los Estados Unidos, pero el mecanismo económico estructural en acción es poco claro. Además, es mucho más débil, si es que estuviera presente, para los países industriales aparte de los Estados Unidos. En cuanto a los mercados emergentes que se endeudan principalmente en moneda extranjera, uno puede establecer un caso teórico en el que *menores* exportaciones netas predicen rendimientos más bajos de la PNII (Obstfeld 2004). Pero estamos lejos de haber establecido una relación estructural fiable entre los saldos de cuenta corriente y los cambios externos de valoración. En la gráfica II para los Estados Unidos, las grandes alzas y bajas de valoración son evidentes desde mucho antes de la crisis reciente, aunque la crisis acentuó su magnitud de forma dramática.

En este mundo, la solvencia nacional puede estar relacionada sólo tangencialmente con el flujo de cuenta corriente. Los acontecimientos del precio de los activos pueden rápidamente causar pérdidas en el PNII iguales a porcentajes de dos dígitos del PIB. De haber una mejor comprensión de la determinación del precio de los activos, los incentivos en el margen para la dis-

torsión de políticas serían realmente preocupantes. Además, los pronósticos de solvencia nacional se vuelven problemáticos. Uno sospecha que la mayoría de las pérdidas corren a cargo de quienes tienen la capacidad financiera de producirlas, pero no sabemos realmente quien está expuesto, qué tan grandes son sus bolsillos, quiénes son sus contrapartes, etc. La solvencia es un problema menor si los pasivos son capital y no deuda –no la posición de los Estados Unidos, como se señaló anteriormente.

Esto no es para decir que la cuenta corriente, o el asunto de *desequilibrios globales* en general, sea irrelevante. Lejos de ello. Cuando un país como China tiene un superávit, su absorción aún está lejos de sus ingresos y el equilibrio global requerirá un exceso correspondiente de absorción con respecto al ingreso en otras partes del mundo. Esto podría plantear problemas de deflación global en regiones deficitarias, si, como es el caso hoy día para los Estados Unidos, hubiera presión para que el sector público reduzca su endeudamiento y para que el sector privado continúe con el despalancamiento.

Un país capaz de tener un saldo negativo en cuenta corriente todavía puede mantener tasas reales de interés inferiores con menos presión para la depreciación de la moneda, como posiblemente fue el caso de los Estados Unidos durante la acumulación de su burbuja inmobiliaria durante la última década.

### III. Tipos de cambio y posiciones brutas de activos internacionales

Gourinchas, Rey, y Govilllot (2009) sugieren que los Estados Unidos pagan menos rendimiento

sobre los pasivos externos que lo que ganan sobre activos externos comparables, y que la razón es una gran transferencia esperada hacia el resto del mundo en situaciones de crisis globales. En esta cuenta, el gran pico negativo de la gráfica II representa un pago de seguros de los Estados Unidos a extranjeros, que los extranjeros compran prestando de manera impresionante a los Estados Unidos con tipos de interés relativamente bajos en tiempos normales. Así, el papel del dólar como *refugio seguro* va de la mano con el *privilegio exorbitante* de financiar déficits externos a buen precio.

La naturaleza y las causas de los privilegios exorbitantes son objeto de candentes debates, pero el papel de refugio seguro del dólar parece ampliamente confirmado en los últimos años y meses. La gráfica III ilustra la brusca apreciación del dólar tras el colapso de Lehman Brothers en septiembre del 2008, así como la dinámica cualitativamente similar durante la etapa inicial de la crisis de la deuda soberana de la zona del euro a principios del 2010. La caída complementaria de las tasas de interés del Tesoro de los Estados Unidos acentúa la transferencia de riqueza de Estados Unidos a extranjeros en estos episodios. La pregunta no respondida es: ¿por qué se ve al dólar como un refugio seguro? Es decir, ¿por qué se fortalece en las crisis mundiales?

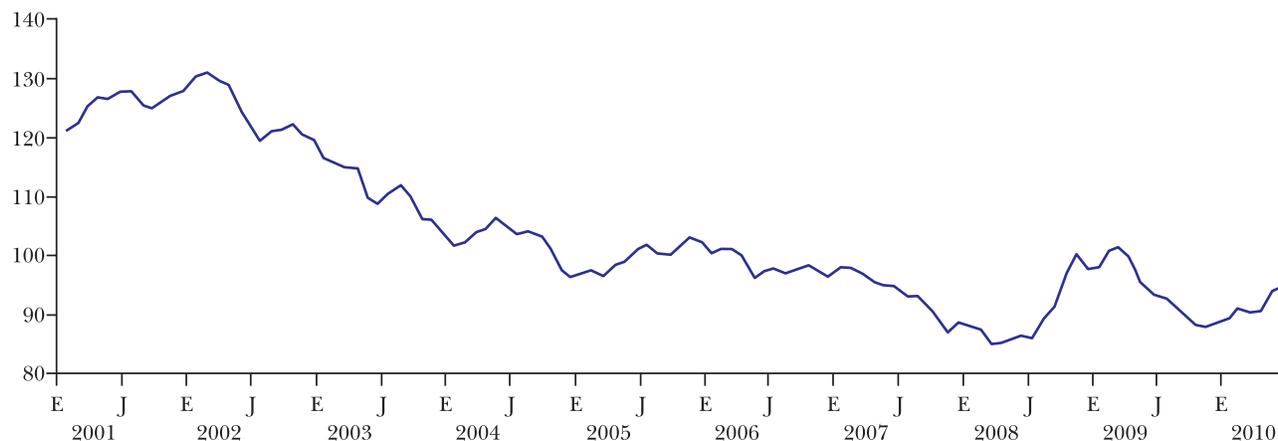
Realmente no lo sabemos. Existe una tendencia más general para las monedas de bajo interés, como el yen, para exponer el riesgo asimétrico de apreciación en el contexto del *carry trade* (arbitraje de tasas de interés entre divisas), pero las raíces de esta regularidad también son misteriosas (Brunnermeier *et al.*, 2008). Una sugerencia con respecto al dólar se relaciona con la liquidez de los mercados de financiamiento en dólares y

el efecto de éstos en el tamaño de las posiciones brutas del dólar.

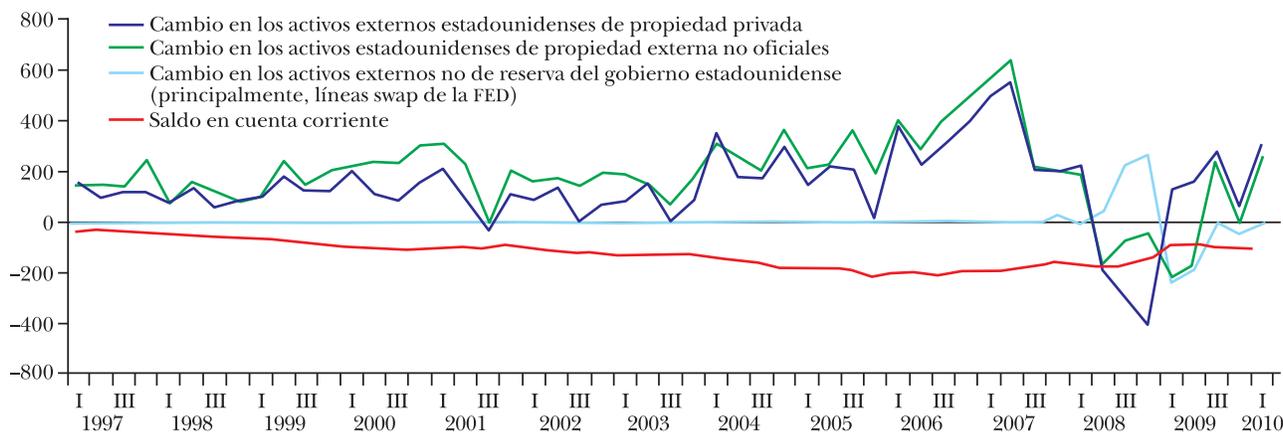
Previo al inicio de la crisis *subprime*, los bancos europeos pasaron en gran medida a valores respaldados por activos estadounidenses. Al carecer de una base de depósitos minoristas en dólares, ellos financiaron las compras con préstamos en dólares a corto plazo. Este financiamiento se acabó con la crisis y los mercados de canje (*swaps*) de divisas también funcionaron mal. Los bancos europeos pidieron euros prestados y los vendieron por dólares para amortizar deudas, colocando una presión ascendente sobre el dólar (McCauley y McGuire 2009). La Reserva Federal de Estados Unidos (FED) introdujo sus líneas de canje de divisas con los bancos centrales en diciembre del 2007 para contrarrestar dichas presiones, aunque su uso se intensificó en gran medida después de la bancarrota de Lehman.

En tiempos normales, los mercados en dólares se caracterizan por alta liquidez y fiabilidad de financiamiento mayorista a corto plazo, por lo que los inversionistas tienen un incentivo para asumir un alto apalancamiento de manera que pueden ganar un arbitraje o sacar provecho de distorsiones regulatorias. De esa manera, la alta liquidez genera grandes posiciones brutas del dólar. No obstante, cuando las condiciones del mercado de crédito en dólares se endurecen en un período de crisis, el resultado será una demanda desproporcionada de dólares para pagar deudas de corto plazo y, por consiguiente, los precios del dólar en otras divisas aumentarán. Si este mecanismo o algo relacionado puede explicar el comportamiento del dólar en las crisis es una pregunta abierta, pero me temo que la explicación (o explicaciones) giraría en torno a los efectos del ajuste de las restricciones financieras.

GRÁFICA III. TIPO DE CAMBIO NOMINAL EFECTIVO DEL DÓLAR DE LOS ESTADOS UNIDOS, 2001-10



**GRÁFICA IV. FLUJOS DE BALANZA DE PAGOS DE LOS ESTADOS UNIDOS, 1997-2010** (miles de millones de USD a tasa trimestral, ajustados por estacionalidad)



En el ejemplo que suministré, cambiar las condiciones de financiamiento dará lugar a efectos de tipo de cambio ante la presencia de un descalce puro de vencimientos de dólares inicial.

#### IV. Prestamistas de última instancia en un mundo de finanzas globalizadas

La gráfica IV muestra cómo los ingresos de capital en los Estados Unidos colapsaron en el otoño del 2008. El financiamiento de cuenta corriente fue proporcionado por la liquidación de activos externos, parte del proceso general de desahucio, no por nuevos préstamos.

En vista de los trastornos del mercado de crédito global, la Reserva Federal creó líneas de canje del dólar que eventualmente extendió a los mercados emergentes clave y permitieron a algunos bancos centrales externos prestar dólares sin límite. Consultar la gráfica IV. Estos programas aliviaron de manera discutible la zozobra del mercado crediticio y redujeron presiones de apreciación del dólar (McGuire and von Peter 2009; Goldberg, Kennedy y Miu 2010). Las líneas de canje, que finalmente se extendieron a catorce países, finalizaron en febrero del 2010 para luego ser reactivadas unos meses más tarde en vista de las preocupaciones de deuda soberana europeas. Otros bancos centrales aparte de la Reserva Federal extendieron líneas de canje; se incluyen, el Banco Central Europeo (BCE), así como los bancos centrales de Suiza, Japón y China. La gráfica (figure) 7 de McGuire y von Peter (2009) es un esquema integral de la extraordinaria red de líneas de canje que evolucionaron durante la crisis.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> El Comité sobre el Sistema Financiero Global del BIS,

Las posiciones brutas de activos que condujeron a la escasez de dólares entre el 2007 y el 2008 ilustran cómo el modelo tradicional de un prestamista de última instancia puramente nacional está mal equipado para asegurar la estabilidad financiera en un mundo financieramente interconectado. En la crisis, el sistema del euro, por ejemplo, estuvo en posición de suministrar liquidez denominada en euros con facilidad, pero no pudo fabricar la liquidez en dólares que necesitaban las instituciones europeas que no pudieron tener acceso a los préstamos de la FED por cuenta propia o por medio de filiales. Por último, la FED respondió subcontratando parte de su función de prestamista de dólares de última instancia con bancos centrales externos.

En un mundo de centros financieros integrados y de múltiples divisas, los límites dentro de los cuales un banco central puede funcionar como prestamista de última instancia ya no corresponden a los límites dentro de los cuales puede surgir una escasez de liquidez *en su moneda*. Además de esto, la naturaleza globalmente interdependiente de las relaciones financieras modernas asegura que la turbulencia del mercado *fuera* de la jurisdicción del banco central bien puede migrar *internamente*. Éste es el problema básico. La cobertura incompleta de los préstamos de última instancia tradicionales ha sido bastante evidente en los mercados emergentes

presidido por Don Kohn, realizó varios valiosos estudios *ex post* de las tensiones en el financiamiento transfronterizo, por ejemplo, Banco de Pagos Internacionales (2010).

de países avanzados es más bien nueva.<sup>2</sup>

A medida que las economías de mercados emergentes siguen creciendo en relación con la economía mundial y algunas se gradúan del *pecado original*, sus monedas desempeñarán inevitablemente un papel mayor en las finanzas internacionales. China parece haber colocado firmemente su moneda en este camino, aunque la convertibilidad completa del yuan está a años de distancia. En crisis futuras, las tensiones en los mercados financieros diferentes del dólar jugarán por consiguiente un papel mayor que el que tuvieron en el 2007-2009, lo que aumentará la necesidad de apoyo oficial de liquidez en esas monedas.

Aparte de los arreglos *ad hoc* tales como las líneas de canje, ¿qué arreglos podrían garantizar la disponibilidad de liquidez en diferentes monedas durante las crisis? En años recientes, países, especialmente fuera del grupo de alto ingreso, han acumulado grandes reservas de moneda extranjera que se pueden girar en períodos de crisis. La gráfica V muestra que los países emergentes y en desarrollo (como grupo) sacaron ligeramente sus reservas en la crisis, pero aparentemente empezaron a regresar a su camino anterior de acumulación.

Sin embargo, la autoaseguración por medio de la acumulación de reservas líquidas tiene una serie de desventajas, que incluyen:

- i) Grandes existencias de reservas pueden ser onerosas.
- ii) Relacionado con lo último, los costos de esterilización pueden ser significativos.
- ii) Parte de la contribución de reservas más altas a la estabilidad financiera puede ser ilusoria. Es muy posible que el evento que engrosa las reservas aumente, en igual medida, la fragilidad del sistema financiero.<sup>3</sup> En general,

<sup>2</sup> Ciertamente, un número bastante grande de economías de mercados emergentes realizó operaciones de liquidez usando reservas de moneda extranjera durante la crisis. Ver Ishi, Stone y Yehoue (2009).

<sup>3</sup> Piensen en un banco nacional que atrae depósitos a corto plazo en moneda extranjera del exterior y negocia los ingresos de moneda extranjera a moneda nacional al tipo de cambio fijo del banco central. Las reservas del banco central son mayores, pero también lo es el descalce de monedas o vencimientos del sistema bancario nacional. En efecto, el aumento de reservas oficiales se compensa exactamente por una necesidad aumentada de tales reservas. El punto básico es que los medios por los cuales se adquirieron las reservas no

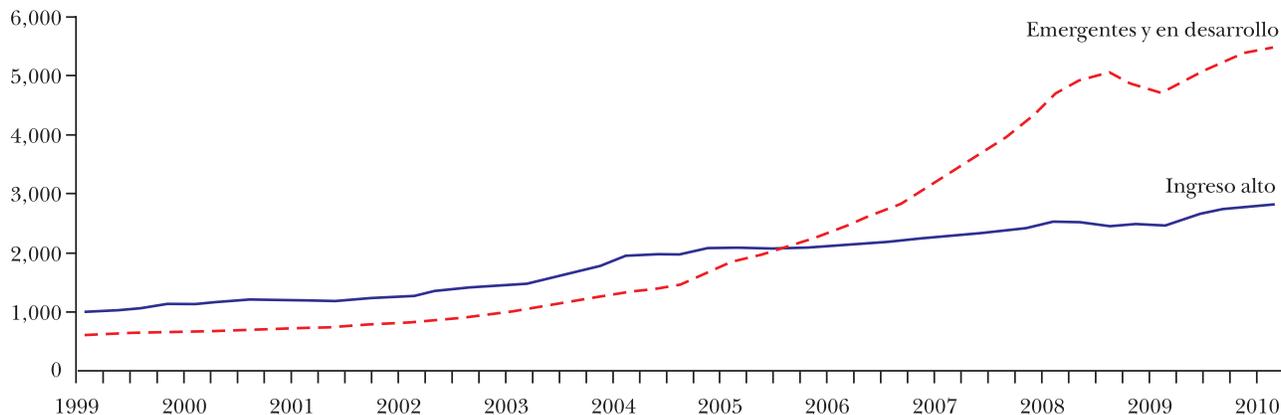
puede no ser para nada sencillo para los mercados evaluar la suficiencia de un fondo de reserva por precaución relativa a la vulnerabilidad financiera de la economía.

- iv) Los flujos de activos oficiales pueden tener efectos de tasa de interés, mientras que los cambios entre divisas u otros activos pueden tener efectos de precio. Observar el poder de movimiento del mercado de las recientes señales chinas relativas a la deuda soberana europea, o los pretendidos efectos de supuestas inversiones de reservas chinas en yenes sobre el tipo de cambio del yen japonés. Por las razones indicadas anteriormente, en el futuro podemos esperar una creciente diversificación de reservas por divisa.
- v) En lo que se refiere a los efectos de precio anteriores, las acumulaciones de reservas que son la contraparte de los superávits de cuenta corriente inducidos por políticas son deflacionarias a nivel global y obligan a otros países a incurrir en déficits posiblemente no deseados.
- vi) En una crisis, retiros rápidos de las reservas pueden tener efectos adversos en otros mercados –las reservas no están *fuera* de la liquidez.
- vii) Los gobiernos pueden estar poco dispuestos a usar sus reservas en períodos de crisis, precisamente porque las reservas altas reaseguran a los inversionistas (Aizenman y Sun, 2010). Por lo tanto, incluso un país con reservas altas como Corea utilizó su línea de canje con la FED durante la crisis, lo que permitió que sus reservas disminuyeran sólo en un porcentaje relativamente pequeño (mientras que el won se desplomó en cerca de 60% frente al dólar). En una situación de crisis global o incluso regional, con inversionistas liquidando activos en aquellos países que parecen tener los fundamentos más débiles, un país individual tiene un claro incentivo para acumular reservas de manera que parezca más fuerte que sus vecinos.<sup>4</sup>

hace diferencia cuando evaluamos su contribución a la estabilidad financiera. Un corolario es que podría ser difícil predecir las posibles demandas a corto plazo de reservas en una crisis, tal y como lo ha demostrado la experiencia reciente.

<sup>4</sup> Corea tuvo un alto nivel de deuda bruta a corto plazo

GRÁFICA V. TENENCIA DE RESERVAS, 1999-2010 (en miles de millones de USD)



Los puntos (iv) a (vii) anteriores reflejan una apreciación *sistémica* de estabilidad financiera. Medidas tales como la acumulación y uso de reservas que mejoran la estabilidad de un país individual pueden ocasionar simultáneamente externalidades negativas en otros países dentro del sistema financiero.

Dadas las deficiencias del autoaseguramiento con reservas, algún sistema regularizado de líneas de crédito en diferentes monedas nacionales sería mucho más eficiente, y sería natural representarlo en un prestamista internacional de última instancia, tal y como han argumentado Fischer (1999), Goodhart (1999), Calvo (2009), mi persona (Obstfeld 2009), y otros. El candidato natural para desempeñar este papel es el FMI, que tiene la capacidad limitada de crear dinero externo en muchas monedas, y presumiblemente tiene algún grado de respaldo fiscal de los países miembros en el caso de que su capital fuese perjudicado alguna vez. Pero los recursos del FMI, aún cuando fueron aumentados recientemente como consecuencia de la crisis mundial, son de forma clara insuficientes para los retos planteados por el rápido crecimiento de las posiciones brutas en los mercados financieros internacionales.

¿Existe alguna alternativa para una organiza-

en moneda extranjera durante el otoño del 2008 y fue poco claro en qué medida los emisores de deuda retuvieron los activos correspondientes en moneda extranjera. Como resultado, el gobierno se sintió obligado a retener reservas sustanciales como una garantía de los préstamos extranjeros a corto plazo. Adicionalmente, el nivel de compromisos de canje en dólares de las entidades nacionales fue incierto. Baba y Shim (2010) sugieren que esto hizo las intervenciones con reservas por parte del banco central de Corea fueran menos efectivas que las intervenciones con fondos obtenidos por medio de la línea de canje de 30 mil millones de dólares de la FED.

ción supranacional como el FMI? En un profético comentario escrito hace más de una década, Goodhart (1999) hizo esta predicción:

“Si se aboliera el FMI, o fuera circunscrito en sus recursos y funciones de forma que no pudiera desempeñar un papel efectivo de prestamista de última instancia, la alternativa no sería la restauración de un mercado perfectamente libre en el cual cada país se levantara, o cayera, con base en sus propios éxitos individuales. Por el contrario, habría que desarrollar un sistema *ad hoc* de sistemas regionales (de autoayuda) centrados en una moneda fuerte y un poder principal...”

Los defensores del simple *laissez-faire* internacional deberían tener en cuenta que las realidades políticas sugieren que el resultado de restringir al FMI sería un descenso a un mundo más oscuro de los grupos regionales de poderes principales y no un sistema de mercados puramente libres.”

Tanto la respuesta política a la crisis del 2007-2009 como los recientes eventos en la zona del euro confirman la exactitud de la predicción de Goodhart (como hiciera la iniciativa anterior de Chiang Mai). Sin embargo, los gobiernos de la UE encontraron útil contribuir con el FMI y su chequera, además de crear su propio fondo de rescate, en parte porque el Fondo puede ejercer presión a los gobiernos más convincentemente, tanto más si tiene su propio dinero en la línea. Por lo tanto, los arreglos regionales de grupo o las líneas de canje no pasan por alto el papel de apoyo financiero del FMI. Pero los arreglos regionales tienen sus propias desventajas. Ante todo, los sistemas regionales de canje serán manejados inevitablemente por exposiciones de banca regional, y esto podría crear incentivos para sesgos regionales en los flujos financieros. Además, los arreglos regionales que tienen como resultado múltiples prestamistas de última instancia para algunos prestatarios pueden permitirles que

evadan la condicionalidad de ayuda de los prestamistas de última instancia. El papel de supervisor/regulador y el papel de prestamistas de última instancia están indisolublemente relacionados, no sólo por razones informativas sino porque los prestamistas de última instancia están a menudo en posición de exigir medidas correctivas o preventivas.

Las líneas de crédito flexible del Fondo han sido una respuesta ante la crisis, pero han generado una respuesta muy limitada entre los gobiernos miembros. Las deficiencias de estos y anteriores esquemas similares son bien conocidas. A diferencia de los clásicos prestamistas de última instancia, el Fondo presta a gobiernos, no directamente a instituciones financieras o en el mercado. Para el Fondo tendría sentido desarrollar líneas de crédito complementarias, preaprobadas directamente a bancos centrales, facilidades que pueden llegar a ser activas sin negociaciones *ex ante* caso por caso entre el gobierno y el Fondo (los *General Arrangements to Borrow* de 1962 tenían este sabor, pero estaban destinados a apoyar la balanza de pagos, no para apoyar sistemas financieros en crisis a gran escala).

Junto con una mayor dependencia estatutaria del banco central e, indispensablemente, suscripción de un país miembro a una norma global de supervisión financiera, tal sistema podría imitar las características útiles de las recientes respuestas *ad hoc* a la crisis basadas en la extensión de crédito por parte de bancos centrales clave. Pero la disponibilidad de la red de seguridad sería previsible. Tal y como argumentaron Guttentag y Herring (1983) hace mucho tiempo, el peor de todos los mundos podría ser uno en el que se espera el respaldo de los prestamistas de última instancia –que sin duda lo es ahora– pero que por alguna razón no está disponible *ex post*.

En un sistema como ese, el FMI no tendría que dar seguimiento a instituciones financieras individuales de forma integral, pero este (o alguna otra entidad supranacional) podría necesitar dar seguimiento a los monitores nacionales. No hace falta decir que los países fuera del grupo de alto ingreso van a ser jugadores clave a la luz de su creciente presencia en el comercio internacional y los mercados financieros, por lo que el gobierno del FMI necesita modernizarse para reflejar esta realidad. Adicionalmente, es necesario aclarar el respaldo fiscal del Fondo a medida que sus recursos mejoran. La plena capacidad fiscal de algunos países más pequeños ya casi no es sufi-

ciente para respaldar los balances generales de las instituciones financieras con sede allí.

Estas son sin duda metas ambiciosas. Pero las crisis de los últimos años han puesto de manifiesto hasta qué punto los mercados financieros se han expandido más allá de los límites del gobierno mundial, en detrimento de la estabilidad financiera. La integración económica mundial se tambaleará ante la falta de un marco de apoyo institucional mundial y en ese caso podemos esperar un repunte en las medidas nacionalistas de protección financiera y comercial.

## Referencias

- Acharya, Viral V. y Philipp Schnabl (2009), “How Banks Played the Leverage Game”, en Viral V. Acharya y Matthew Richardson (eds.), *Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System*, John Wiley & Sons, New York, pp. 83-100.
- Aizenman, Joshua, e Yi Sun (2010), *The Financial Crisis and Sizable International Reserves Depletion: From ‘Fear of Floating’ to the ‘Fear of Losing International Reserves’?*, texto mimeografiado, UC Santa Cruz, mayo.
- Baba, Naohiko, e Ilhyock Shim (2010), “Policy Responses to Dislocations in the FX Swap Market: The Experience of Korea”, *BIS Quarterly Review*, junio, pp. 29-39.
- Banco de Pagos Internacionales (2010), *The Functioning and Resilience of Cross-Border Funding Markets*. Committee on the Global Financial System and Markets Committee, marzo (CGFS Papers, núm. 37).
- Brunnermeier, Markus K., Stefan Nagel, y Lasse H. Pedersen (2008), “Carry Trades and Currency Crashes”, en Daron Acemoglu, Kenneth Rogoff, y Michael Woodford (eds.), *NBER Macroeconomics Annual 2008*, University of Chicago Press, Chicago, pp. 314-47.
- Calvo, Guillermo A. (2009), “Lender of Last Resort: Put It on the Agenda!”, *Vox*, 23 de marzo; disponible en: (<http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3327>).
- Fischer, Stanley (1999), “On the Need for an International Lender of Last Resort”, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 13, otoño, pp. 85-104.
- Goldberg, Linda S., Craig Kennedy, y Jason Miu (2010), *Central Bank Dollar Swap Lines and Overseas Dollar Funding Costs*, Federal Reserve Bank of New York, enero (Staff Report, núm. 429).

- Goodhart, Charles A. E. (1999), "Myths about the Lender of Last Resort", *International Finance*, vol. 2, pp. 339-60.
- Gourinchas, Pierre-Olivier, y Hélène Rey (2007), "International Financial Adjustment", *Journal of Political Economy*, vol. 115, agosto, pp. 665-703.
- Gourinchas, Pierre-Olivier, Hélène Rey, y Nicolas Govillot (2010), *Exorbitant Privilege and Exorbitant Duty*, paper presented at the IMES International Conference, Bank of Japan, Tokyo, mayo.
- Guttentag, Jack M., y Richard J. Herring (1983), *The Lender-of-Last Resort Function in an International Context*, Princeton University International Finance Section, Department of Economics. Princeton, NJ.
- Ishi, Kotaro, Mark Stone, y Etienne B. Yehoue (2009), *Unconventional Central Bank Measures for Emerging Economies*, FMI, octubre (Working Paper WP/09/226).
- McCauley, Robert N., y Patrick McGuire (2009), "Dollar Appreciation in 2008: Safe Haven, Carry Trades, Dollar Shortage, and Overhedging", *BIS Quarterly Review*, diciembre, pp. 85-93
- McGuire, Patrick, y Götz von Peter (2009), *The US Dollar Shortage in Global Banking and the International Policy Response*, BIS, octubre (Working Papers, núm. 291).
- Obstfeld, Maurice (2004), "Globalization, Macroeconomic Performance, and the Exchange Rates of Emerging Economies", *Monetary and Economic Studies* (Bank of Japan), vol. 22, diciembre, pp. 29-55.
- Obstfeld, Maurice (2009), "Lenders of Last Resort in a Globalized World", *Monetary and Economic Studies* (Bank of Japan), vol. 27, noviembre, pp. 35-52.
- Rajan, Raghuram G., e Ioannis Tokatlidis (2005), "Dollar Shortages and Crises", *International Journal of Central Banking*, vol. 1, septiembre, pp. 177-220.

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

## ASOCIADOS

### BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

*Presidenta:* Mercedes Marcó del Pont. *Vicepresidente primero:* Miguel-Ángel Pesce. *Vicepresidente segundo:* Gabriela Ciganotto. *Directores:* Waldo-José-María Fariás, Carlos Sánchez, Sergio Chodos, Santiago Carnero y Carlos Pérez. *Síndico:* Hugo-Carlos Alvarez; *adjunto:* Jorge-Alfonso Donadío. *Secretario del Directorio:* Roberto T. Miranda. *Gerente general:* Benigno Vélez. *Auditor general:* Eduardo Prina. *Subgerentes generales:* Silvia Traverso (de Administración y Servicios Centrales), Cecilia Todesca Bocco (Relaciones Institucionales), Juan I. Basco (Operaciones), Jorge Carrera (Investigaciones Económicas), Alfredo Besio (Normas), Marcos Moiseeff (Jurídica), vacante (de Medios de Pagos), Pablo Carbajo (Análisis y Auditoría), Daniel Mira Castets (Cumplimiento y Control), Guillermo Zuccolo (Reg. inf., y Ctral. de Balances) y Héctor Domínguez (Supervisión y Seguimiento). *Gerentes principales:* Eduardo de Simone (Comunicaciones y Relaciones Institucionales), María-Cristina Pasín (Acuerdos Internacionales), Norberto Pagani (Relaciones Internacionales), Horacio Rodríguez (Administración de Servicios), Mara Misto Macías (Seguridad de la Información), Diego-José Blua, *a. i.* (Infraestructura Informática), César-Rubén Riccardi (Operaciones Informáticas), Marta Rizzo (Organización), Mario Torriani (Administración de Reservas), Jorge L. Rodríguez (Exterior y Cambios), Julio-César Siri (Control y Liquidación de Operaciones), Laura D'Amato, Gastón Repetto, Carlos Castellano, Horacio Aguirre, Verónica Balzarotti y Sebastián

Katz (Investigaciones Económicas), María-Fernanda Martijena, *a. i.* (Análisis Econ. y Financiero), Nora Binaghi, *a. i.* (Estudios y Dictámenes de la SEFyC), María del Carmen Urquiza (Estudio y Dictámenes Jurídicos), Ricardo-Augusto Mazzarone (Liquidación y Recuperos), Adriana Fischberg (Contaduría General), Germán Carranza (Desarrollo de Sistema), Ricardo Mare Peruzzotti (Operaciones de Mercado), Hilda-Beatriz Biasone (Programación Monetaria), Roberto Miranda (Secretaría del Directorio), Jorge de Maio (Administración de Recursos Humanos) y Jorge Viviani (Asuntos Legales). *Gerentes:* Jesica Giacone (Relaciones Públicas), Fernando Meañes (Prensa), Omar Arce (Seguridad en Entidades Financieras), Horacio Rodríguez (Administración de Servicios), Ricardo Trillo (Servicios Generales), María del Carmen Bernini (Relaciones Laborales), Oscar Le Roux (Servicios Informáticos), Roberto Carretero (Tecnología), Eduardo Barbazán (Seguridad Informática), Julio Pando (Sistema de Pagos), Ana-María Rozados (Cuentas Corrientes), Luis Fiore (Tesoro), Fernando J. Expósito (Créditos), Marina Ongaro (Investigación y Planificación de Exterior y Cambios), Eladio González Blanco (Liquidación y Soporte de Operaciones Externas), vacante (Análisis Macroeconómico), Gerardo Joffe (Coyuntura Análisis Monetaria), Mirta González (Desarrollos Monetarios y Financieros), Marcelo Raffín (Análisis del Sistema Financiero y Mercado de Capitales), Silvia Gavilán (Consultas Normativas), Darío Stefanelli (Emisión de Normas), vacante (Investigación y Planificación Normativa), Amelia González (Auditoría de Sistemas) y Osvaldo-Néstor Torchia (Auditoría de SEFyC).

*(Información oficial, marzo del 2011)*

## CENTRAL BANK OF THE BAHAMAS

JUNTA MONETARIA. *Gobernadora:* Wendy M. Craigg; *miembros:* Colin Callender Q. C., Wayne Aranha y Philip Stubbs. PERSONAL EJECUTIVO. *Gobernadora:* Wendy M. Craigg; *subgobernador:* Michael Lightbourne; *inspector de bancos y compañías fiduciarias:* Stanislaw Bereza; *gerentes:* Bert Sherman (Oficina de la Gobernación), Keith Jones (Contabilidad), Ian Fernander (*Administración*), Cassandra Nottage (Supervisión Bancaria), John Rolle (Investigaciones), Cecile M. Sherman (Operaciones de Banco), Errol Bodie (Computación), Gerard Horton (Control de Cambios) y Sylvia Carey (Recursos Humanos); *consejera legal:* Rochelle A. Deleveaux.

(*Información oficial, marzo del 2011*)

## BANCO CENTRAL DO BRASIL

*Gobernador:* Alexandre-Antonio Tombini. JUNTA DIRECTIVA. *Subgobernadores:* Aldo-Luiz Mendes (Política Monetaria), Anthero de Moraes Meirelles (Supervisión), Sidnei Corrêa Marques (Liquidación y Control de Operaciones de Crédito para la Agricultura), Altamir Lopes (Administración), Luiz Awazu Pereira da Silva, *a. i.* (Organización y Regulación del Sistema Financiero), Carlos-Hamilton Vasconcelos Araújo (Política Económica) y Luiz Awazu Pereira da Silva (Asuntos Internacionales). *Consultores principales:* Emanuel Di Stefano Bezerra Freire, Andréia Lais de Melo Silva Vargas, Antonio-Augusto Pinto Pinheiro (*a. i.*), Aloísio Tupinambá Gomes Neto, Katherine Hennings y Dalmir-Sérgio Louzada. *Secretarios:* Carolina de Assis Barros (Secretaría Ejecutiva) y Henrique Balduino Machado Moreira (Secretaría de la Junta Directiva y asuntos del Consejo Monetario Nacional). *Asesores especiales:* Otávio Ribeiro Damaso (jefe de Gabinete), Luiz do Couto Neto (Asuntos Parlamentarios) y Gustavo Paul Kurrle (Prensa). *Jefes de departamento:* Eduardo de Lima Rocha (Administración Financiera), Osmane Bonincontro (Auditoría Interna), Arnaldo de Castro Costa (Control de la Gestión y de Planeamiento del Sistema Financiero), Daso Maranhão Coimbra (Operaciones Bancarias y Sistema de Pagos), Dawilson Sacramento (Liquidación Bancaria), José-Antônio Eirado Neto (Informática), Isaac-Sidney Menezes Ferreira (Legal), Sérgio-Odilon dos Anjos (Normas del Sistema Financiero), Lúcio Rodrigues Capelletto, *a. i.* (Monitoreo del Sistema Financiero y Gestión de Información), Carlos Donizeti

Macedo Maia (Supervisión Bancaria), Joao-Henrique de Paula Freitas Simão (Operaciones de Mercado Abierto), Antônio-Carlos Mendes Oliveira (Administración de Recursos Materiales), Luiz-Edson Feltrim (Organización del Sistema Financiero), Ricardo Lião (Combate a Ilícitos Financieros), Wagner-Thomaz de Aquino Guerra Junior (Asuntos Internacionales), Túlio-José Lenti Maciel, *a. i.* (Investigación Económica), Adriana Soares Sales (Estudios e Investigaciones), Nilvanete Ferreira da Costa (Organización de Recursos Humanos), Márcio Barreira de Ayrosa Moreira (Operaciones de Reservas Internacionales), Adalberto Felinto da Cruz Junior (Planeamiento, Presupuesto y Gestión), João-Sidney de Figueiredo Filho (Medio Circulante), Jaime Alves de Freitas (Corregidoria-General), Hélio-José Ferreira (Defensoría del Pueblo), Cláudio Jaloretto (Control y Análisis de Procesos Administrativos Punitivos), José-Ângelo Mazzillo Junior (Supervisión de Cooperativas e Instituciones No-Bancarias) y Gontron Magalhães Junior (Seguridad). *Gerentes:* Renato Jansson Rosek (Relaciones con Grupos de Inversores), Isabela Ribeiro Damaso Maia (Riesgo de la Dirección de Política Monetaria), Geraldo Magela Siqueira (Regulación de Capital Extranjero y Cambios), Eduardo de Andrade Castro (Relaciones de Supervisión), Deoclécio Pereira de Souza (Seguro Agrícola – PROAGRO), José-Augusto Varanda (Apoyo Administrativo y Tecnológico), José-Linaldo Gomes de Aguiar (Comunicación) y Juliana Mozachi Sandri Barral (Universidad Corporativa del Banco Central de Brasil).

(*Información oficial, marzo del 2011*)

## BANCO CENTRAL DE CHILE

*Presidente:* José de Gregorio Rebeco. *Vicepresidente:* Manuel Marfán Lewis. *Consejeros:* Enrique Marshall Rivera, Sebastián Claro Edwards y Rodrigo Vergara Montes. *Gerente general:* Alejandro Zurbuchen Silva. *Fiscal:* Miguel-Ángel Nacrur Gazali. *Revisora general:* Silvia Quintard Flehan. *Gerentes de división:* Kevin Cowan Logan (Política Financiera), Beltrán de Ramón (Operaciones Financieras), Luis-Óscar Herrera (Estudios), Ricardo Vicuña Poblete (Estadísticas) y Luis González Bannura (Gestión y Servicios Institucionales). *Gerentes de área:* Leonardo Jadue Jadue (Informática), María-Inés Urbina (Servicios Logísticos), Claudio Soto Gamboa (Análisis Macroeconómico), Rodrigo Cifuentes Santander (Investigación Financiera), Luis Opazo Rocco (Estabilidad Fi-

nanciera), Mario Ulloa López (Gestión Estratégica y Riesgo), Gabriel Aparici Cardozo (Infraestructura y Regulación Financiera), Sergio Lehmann Beresi (Análisis Internacional), Iván Montoya Lara (Tesorería), Cecilia Feliú Carrizo (Recursos Humanos), Gloria Peña Tapia (Información Estadística), Cristián Salinas Cerda (Mercados Internacionales), Luis-Felipe Céspedes (Investigación Económica), Matías Bernier Bórquez (Mercados Financieros Nacionales), Claudia Varela Lertora (Asuntos Institucionales), Luis Álvarez Vallejos (Comunicaciones) y Jorge Zúñiga Mayorga (Seguridad). *Abogado jefe de Servicios Legales:* Juan-Esteban Laval Zaldívar. *Abogado jefe de Servicios Normativos:* Pablo Mattar. *Gerentes:* Álvaro Rojas (Relaciones Internacionales), Mariela Iturriaga (Servicios Financieros) y Francisco Ruiz (Estadísticas Macroeconómicas). *Capacitación:* Carla Cruces Carrasco. *Bibliotecario:* Claudio Sepúlveda.

(Información oficial, febrero del 2011)

#### BANCO DE LA REPÚBLICA (COLOMBIA)

*Gerente general:* José-Darío Uribe Escobar. *Gerente ejecutivo:* José Tolosa Buitrago. *Gerente técnico:* Hernando Vargas Herrera. *Subgerentes:* Francisco Rivas (General de Servicios Corporativos), Jorge-Hernán Toro Córdoba (Estudios Económicos), Pamela-Andrea Cardozo Ortiz (Monetario y de Reservas), Néstor-Eduardo Plazas Bonilla (Industrial y de Tesorería), Rocío Villegas Trujillo (Gestión de Riesgo Operativo), Ángela-María Pérez Mejía (Cultural) y Joaquín Bernal Ramírez (Operación Bancaria). *Directores generales:* Fabio-Mauricio Pinzón (Tecnología), Claudia Herrán Flórez (Gestión Humana), Jorge-Alberto Gil (Logística e Infraestructura) y Jairo Contreras Arciniegas (Servicios Financieros). *Auditor general:* Luis-José Orjuela Rodríguez. *Jefes de departamento:* Eduardo Reina (Jurídico), Sandra-Patricia González Serna (Control Interno), Javier Sepúlveda (Planeación y Presupuesto) y María del Pilar Esguerra Umaña (Educación Económica y Financiera).

(Información oficial, marzo del 2011)

#### BANCO CENTRAL DE COSTA RICA

JUNTA DIRECTIVA. *Presidente:* Rodrigo Bolaños Zamora; *miembros:* Jorge Alfaro Alfaro, Bernal Ji-

ménez Chavarría, José-Eduardo Angulo Aguilar, Laura-María Suárez Zamora, Silvia Charpentier Brenes, Fernando Herrero Acosta; y *Secretario General:* Jorge Monge Bonilla. PERSONAL EJECUTIVO. *Gerente:* Félix Delgado Quesada; *auditor interno:* Ernesto Retana Delvó; y *subauditor:* Bolívar Montenegro Rodríguez; *directores de división:* Róger Madrigal López (Económica), José-Antonio Rodríguez Corrales (Administrativa), Carlos Melegatti Sarlo (Servicios Financieros), Bernardita Redondo Gómez (Gestión de Activos y Pasivos), Luis-Guillermo Zumbado Chinchilla (Tecnologías de Información), Iván Villalobos Valerín (Asesoría Jurídica) y Jorge Monge Bonilla (Secretaría General). CONSEJO NACIONAL DE SUPERVISIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO. *Presidente:* Alberto Dent Zeledón; *miembros:* Rodrigo Bolaños Zamora, Fernando Herrero Acosta, José-Luis Araya Alpizar, Jenny Phillips Aguilar, Sandra Pizsk Feinziber y Juan-Manuel Cordero González. PERSONAL EJECUTIVO. *Superintendentes generales:* Francisco Lay Solano (Entidades financieras), Édgar Robles Cordero (Pensiones), Juan-José Flores Sittenfeld (Valores) y Javier Cascante Elizondo (Seguros).

(Información oficial, marzo del 2011)

#### BANCO CENTRAL DE CUBA

*Ministro presidente:* Ernesto Medina Villaveirán. *Primer vicepresidente:* Irma Martínez Castrillón. *Vicepresidentes:* Yamile Berra Cires, Ana-Rosa Sardiñas Jarel, Arnaldo Alayón Bazo y Francisco Mayobre Lence. *Superintendente:* Mercedes López Marrero. *Tesorero:* Juan-Luis Gamboa Santana. *Secretaria:* Marlié León Simón. *Auditor:* Jorge Torres Sanabria. *Directores:* Katerine Aliño Carballo (Estudios Económicos y Financieros), Carlos Pérez Soto (Política Monetaria), Isaac Hernández Pérez (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), Eduardo Hernández Roque (Sistema de Pagos), Rebeca López Marrero (Sucursal de Operaciones de Fondos Centralizados), Alberto J. Quiñones Betancourt (Sistemas Informáticos), Belkis Douglas Menéndez (Contabilidad), Julio Pérez González (Emisión y Valores), Naiví Montané Marsal (Recursos Humanos), Adolfo Cossío Recio (Centro Nacional de Superación Bancaria), Dania Floristán Miniet (Procedimiento y Sistemas), Aracelis Cejas Rodríguez (Centro de Informa-

ción Bancaria y Económica), Idania Torre Toledo (Regulaciones), José-Luis Rodda Romero (Gestión General), Lourdes Oliva Campos (Análisis de Riesgo) y Marta Lussón Argüelles (Investigaciones de Operaciones Financieras); *adjuntos*: Benigno Regueira Ortega, Gustavo Roca Sánchez y Arminda García González.

(Información oficial, marzo del 2011)

#### BANCO DE GUATEMALA

*Presidente*: Édgar-Baltazar Barquín Durán. *Vicepresidente*: Julio-Roberto Suárez Guerra. *Gerentes*: Manuel-Augusto Alonzo Araujo (General), Óscar-Roberto Monterroso Sazo (Económico), Lidya-Antonieta Gutiérrez Escobar (Administrativa), Leonel-Hipólito Moreno Mérida (Jurídico) y Sergio-Francisco Recinos Rivera (Financiero). *Secretario de la Junta Monetaria*: Armando-Felipe García Salas Alvarado; *subsecretario*: Aníbal García Ortiz. *Auditor interno*: Bernardino González Leiva; *subauditor*: Erwin-Roberto Camposeco Córdova. *Oficial de cumplimiento*: Maynor-Augusto Ambrosio Higueros. *Asesores III de la Asesoría Jurídica*: Gerardo-Noel Orozco Godínez y César-Augusto Martínez Alarcón; *asesor II*: Fernando Villagrán Guerra. *Directores de departamento*: Iván-Ernesto Romero Chinchilla (Comunicación y Relaciones Institucionales), Salvador-Orlando Carrillo Grajeda (Recursos Humanos), Juan-Carlos Castañeda Fuentes (Estudios Económicos), Rómulo-Oswaldo Divas Muñoz (Operaciones de Estabilización Monetaria y encargado de Operaciones de Mercado Abierto), Mynor-Humberto Saravia Sánchez y Mario-Roberto León Ardón (Servicios Administrativos y Seguridad), Édgar-Rolando Lemus Ramírez (Internacional), Byron-Leopoldo Sagastume Hernández (Contabilidad), Otto-René López Fernández (Estadísticas Económicas), Ariel Rodas Calderón (Tecnologías de Información), Pablo-Antonio Marroquín Fernández (Análisis Bancario y Financiero), Jorge-Vinicio Cáceres Dávila (Emisión Monetaria) y Jorge-Aníbal del Cid Aguilar (Análisis de Riego de Reservas Monetarias Internacionales). *Subdirectores de departamento*: Érick Prado Carvajal y José-René Lorente Méndez (Recursos Humanos), Carlos-Oswaldo Mirón Contreras y Eddy-Roberto Carpio Sam (Estudios Económicos), Juan-Manuel Meléndez Godínez (Operaciones de Estabilización Monetaria), Carlos-Eduardo Castillo Maldonado (Investigaciones Económicas), Walter-Emilio Barrios Guevara (Servicios Administrativos y Seguridad), Víctor-Manuel Vásquez

García (Internacional), Marco-Antonio de Jesús Folgar Chapetón (Contabilidad), Fernando-Wladimir D. Estrada Pérez (Estadísticas Económicas), Byron-Saúl Girón Mayén (Tecnologías de Información), Waleska-Marilú García Corzo (Análisis Bancario y Financiero) y Carlos-Humberto Estrada Castro (Emisión Monetaria). *Jefes de sección*: Leonel-César Carrillo (Sistema de Pagos), Luis-Enrique Celis (Centro de Capacitación y Adiestramiento), Reina-Berena Orizabal Chamalé (Unidad de Relaciones Internacionales, encargada de Organismos Financieros Internacionales), Walter-Noé Herrera Medrano (Balanza de Pagos), Róger-Noel Mansilla Arévalo (Inversión de Reservas Monetarias Internacionales) y Javier-Ricardo Rosales Álvarez (Estadísticas Cambiarias, encargado del Área de Remesas).

(Información oficial, marzo del 2011)

#### BANCO CENTRAL DE HONDURAS

*Presidenta*: María-Elena Mondragón de Villar. *Vicepresidente*: Renán Sagastume Fernández. *Directores*: Belinda Carías de Martínez, Ramón Villeda Bermúdez y Armando Aguilar Cruz. *Secretario*: Hugo-Daniel Herrera. *Gerente*: Héctor Méndez Cáliz. *Subgerentes*: Jorge Romero (Operaciones), Carlos-Enrique Espinoza (Estudios Económicos), Germán-Donald Dubón Tróchez (Administración) y Gerardo A. Casco (Técnico). *Jefes de departamento*: Mario-Oswaldo Sierra (Internacional), Claudia Matute de Banegas (Recursos Humanos), Carlos-Rubén Martínez (Tecnología y Comunicaciones), Justo-Ernesto Murillo (Jurídico), Santos-Emilio Flores (Servicios Generales), Geovanny Bulnes (Emisión y Tesorería), Soveida Barrientos de Barahona (Contaduría), Tomás-Antonio Cáliz (Operaciones Monetarias), Mario-Roberto Rico (Organización y Planeamiento), Ela-Dinorah Soto (Previsión Social), René Castillo (Seguridad), Marco A. Torres (Auditor Interno), Alina Díaz de Arias (Relaciones Institucionales), Ahmed Harum Nazar (Sistema de Pagos), Carlos-Fernando Ávila (Programación y Análisis Financiero), Aracely O'hara Guillén (Estadísticas Macroeconómicas) y Evelia Hernández (Gestión de Información Económica). *Jefes de unidad*: Santos-Abelardo Rodríguez (Servicios Fiscales), Matilde Maradiaga de Franco (Cumplimiento), Luis-Arturo Avilés (Presupuesto), Jorge-Alberto Contreras (Administradora de Fideicomisos) y José-Manfredo Erazo (Unidad de Investigación Económica). *Gerentes*

de sucursales: Marco-Antonio Martínez (San Pedro Sula), Saida Lozano (La Ceiba) y María-Victoria Fúnez (Choluteca).

(Información oficial marzo del 2011)

#### BANCO DE MÉXICO

JUNTA DE GOBIERNO. *Gobernador*: Agustín Carstens; *subgobernadores*: José-Julián Sidaoui Dib, Manuel Sánchez González y Roberto del Cueto Legaspi. *Contralor*: Francisco-Joaquín Moreno y Gutiérrez. *Directores generales*: Francisco-Javier Duclaud González de Castilla (Operaciones de Banca Central), Manuel Ramos Francia (Investigación Económica), José-Gerardo Quijano León (Asuntos del Sistema Financiero), Joaquín Araico Río (Administración), Héctor-Reynaldo Tinocho Jaramillo (Jurídica), Manuel Galán Medina (Emisión), Fernando-Alfredo Castañeda Ramos (Tecnologías de la Información), Alejandro Alegre Rabiela (Planeación y Presupuesto), Pascual-Ramón O'dogherty Madrazo (Estabilidad Financiera), David-Aarón Margolín Schabes (Sistemas de Pagos y Riesgos) y Dionisio-Alfredo Meade y García de León (Relaciones Institucionales). *Directores*: Jaime-José Cortina Morfín (Operaciones), Ricardo-Francisco Medina Álvarez (Sistemas de Pagos), Samuel Alfaro Desentis (Administración de Riesgos), Teodoro-Gabriel Casas Saavedra (Apoyo a las Operaciones), Alfonso Guerra (Asuntos Internacionales), Daniel-Isaac Chiquiar Cikurel (Medición Económica), Carlos Capistrán Carmona (Análisis Macroeconómico), José-Antonio Murillo Garza (Sistematización de Información Económica y Servicios), Alberto Torres García (Estudios Económicos), Mario-Alejandro Gaytán González (Información del Sistema Financiero), Gerardo-Mauricio Vázquez de la Rosa (Recursos Humanos), Juan-Manuel Sánchez Ramírez (Contabilidad y Presupuesto), Ignacio-Javier Estévez González (Recursos Materiales), José-Jacobo Delfín Ruiz (Seguridad), Fernando Corvera Caraza (Disposiciones de Banca Central), Humberto-Enrique Ruiz Torres (Jurídica), Raúl-Joel Orozco López (Intermediarios Financieros de Fomento), Alejandro-José García Kobeh (Planeación Estratégica), Gabriel-Alberto Vera y Ferrer (Coordinación de la Información), Enrique-Augusto Lobato Hernández (Programación y Distribución de Efectivos), vacante (Vinculación Institucional), Octavio Bergés Bastida (Sistemas), Juan-Felipe Calderón Montelongo (Auditoría), Ricardo Medina Macías (Comunicación), Juan-Pablo Graf

Noriega (Estabilidad Financiera), Luis Urrutia Corral (Control Interno), Raúl Valdés Ramos (Fábrica de Billetes) y Calixto Mateos Hanel (Vinculación Institucional).

(Información actualizada, marzo del 2011)

#### BANCO CENTRAL DE NICARAGUA

*Presidente*: Antenor Rosales Bolaños. *Gerente general*: José de Jesús Rojas Rodríguez. *Asesor de la Presidencia*: Mario-Benjamín Alemán Flores. *Gerentes*: Nina-María Conrado Cabrera (Estudios Económicos), Rigoberto Castillo Cajina (Financiero), Carlos Sequeira Lacayo (Internacional), Pedro Arteaga Sirias (Administración y Personal) y Diana Tucker Moses (Adjunta). *Contador (a. i)*: Raúl Castro Siles. *Asesora jurídica*: Ruth Rojas Mercado. *Subgerentes*: Oriol Soto Montenegro (Informática), Bertha del Carmen Rodríguez Estrada (Auditoría Interna), Xiomara Burgalín Castillo (Asesoría Económica), Virgilio Godoy Pérez (Tesorería), Magali-María Sáenz Ulloa (Operaciones Financieras: Mercado Abierto), Erasmo-Alberto Gómez Martínez (Administración de Pasivos Externos), Róger-Alberto Sobalvarro Montiel (Administración de Reservas), Mauricio-Salvador Cisne Delgado (Administrativo), Víctor-Manuel Guerrero Alvarado (Recursos Humanos) y Martha Osorno Alvarado (Adjunta), y Eligio-Martín Urcuyo Bermúdez (Difusión y Comunicación). *Jefes de departamento*: Miguel-Antonio Aguilar Méndez (Programación Externa) y Susana Zarruk (Sistema de Pagos).

(Información oficial, marzo del 2011)

#### CENTRAL BANK OF TRINIDAD AND TOBAGO

*Governor*: Ewart S. Williams. *Deputy Governors*: Joan John (Operations) and Shelton Nicholls (Research & Policy). *Chief Economist and Director of Research*: Alvin Hilaire. *Senior Manager of Human Resource & Corporate Services*: Nicole Crooks. *Managers*: Nicole Chapman (Legal Department), Denise Rodriguez-Archie (Internal Audit & Corporate Governance) and Lester Shim (Reserve Management). *Economist of Research Department*: Tricia Harewood. *Technical Advisor to the Governor*: Kevin Finch. *Inspector of Internal Institutions*: Carl Hiralal.

(Información oficial, marzo del 2011)

## BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

DIRECTORIO. *Presidente:* Mario Bergara; *vicepresidente:* Jorge Gamarra Sebastián; y *director:* Washington Ribeiro Torrado. *Secretaria general:* Elizabeth Oria Giordan. *Auditora interna-inspectora general:* Elizabeth Fungi Ordóñez. *Superintendente:* Jorge Ottavianelli García; *intendentes:* Rosario Patrón Armada (Regulación Financiera) y Juan-Pedro Cantera Sención (Supervisión Financiera). *Gerentes:* Herbert Bagnoli D'Imperio (Asesoría Jurídica), Umberto Della Mea Palumbo (Asesoría Económica), Alberto Graña García (Política Económica y Mercados) y Walter Morales Vega (Servicios Institucionales). *Gerentes de área:* Patricia Mills Raggio (Administrativo Jurídico), Jorge Christy Davies (Auditoría Interna), Susana Mattos Iralde (Inspección, Investigación y Control de Normas), Daniel Dominioni Ghiggia (Análisis Macroeconómico), Gerardo Licandro Ferrando (Investigaciones Económicas), Lourdes Erro Azcarate (Estadísticas Económicas), Pablo Oroño Berriolo (Sistema de Pagos), Gabriela-Elizabeth Conde Vitureira (Gestión de Activos), Eduardo Ferrés Pacheco (Gestión Monetaria y de Pasivos), José-Antonio Licandro Goldaracena (Política Monetaria y Programación Macroeconómica), Graciela Velázquez Prieto (Supervisión de Empresas de Intermediación Financiera), José Sarmiento Berra (Supervisión de Riesgos), Cristina Rivero Mores (Supervisión de Seguros, AFAP y Mercado de Valores), Luis Espinosa Teibo (Unidad de Información y Análisis Financiero), Lucila Rinaldi Fosalba (Administración y Sistemas), Jorge-Xavier Saldanha (Capital Humano y Desarrollo Organizacional), Norma Milán Carrasco (Contaduría), Rossana Sacco Santangelo (Desarrollo Estratégico y Presupuesto), José-Luis Chulián Messano (Servicios y Seguridad) y Bruno D'Amado Rilla (Tecnología de la Información).

(Información oficial, marzo del 2011)

## BANCO CENTRAL DE VENEZUELA

*Presidente:* Nelson Merentes. *Primer vicepresidente-gerente (a. i.):* Eudomar Tovar. *Vicepresidentes:* Ramón Carpio (Operaciones Internacionales), María-Estrella Franco (Consultoría Jurídica), Iván Giner (Estudios), Juan Marcano (Administración), Carmen Maza (Auditoría Interna), Luis-Eduardo Ortega (Casa de la Moneda) y Pascual Pinto (Operaciones Nacionales). *Gerentes:* Nelson Lugo Cordero, *a. i.* (Relaciones Internaciona-

les), Jesús Arvelo (Administración de Reservas Internacionales), Cristóbal Bonnin (Tesorería), Alexander Bottini (Finanzas), Javier Bringas (Oficina de Apoyo a la Cooperación y a los Estudios), Isbett Camero (Consultoría Jurídica Adjunta para Asuntos Monetarios y Financieros), Rosa-Elena Carrera (Seguimiento y otras Actuaciones de Control), Maribel Flores, *a. i.* (Sistemas e Informática), Gloria Guillén (Auditorías), Édgar Hakim (Casa de la Moneda), Carmen Istúriz (Seguridad y Salud en el Trabajo), Luis Laviosa (Unidad de Análisis del Mercado Financiero), Txomin Las Heras (Comunicación Institucional), Édgar Loyo (Operaciones Cambiarias), José Madrid (Oficina de Planificación), María-Elena Mayz (Consultoría Jurídica-Asuntos Administrativos), Jesús-Leonardo Navas (Seguridad), Julio Pineda, *a. i.* (Oficina de Investigaciones Económicas), Luis-Armando Rodríguez (Estadísticas Económicas), Rafael Rosales (Subsede Maracaibo), Francisco Sáez (Programación y Análisis Macroeconómico), Manuela Silva (Recursos Humanos), Carola Soto (Operaciones Monetarias), María Uzcátegui (Obligaciones Internacionales) y María-Belén Vielma (Servicios Administrativos). *Jefes de departamento:* Diego Perdigón (Contabilidad), Ana Gómez de Pablos (Cultura y Relaciones Públicas) y Mariela Ayestarán (Captación y Desarrollo).

(Información oficial, marzo de 2011)

## COLABORADORES

### DEUTSCHE BUNDESBANK (ALEMANIA)

CONSEJO DEL BANCO CENTRAL. *Miembros del Directorio. Presidente:* Axel A. Weber; *otros miembros:* Franz-Christoph Zeitler, Rudolf Böhmler, Thilo Sarrazin, Carl-Ludwing Thiele y Andreas Dombret. *Presidentes de bancos centrales regionales:* Claus Tigges, Berlín (Berlín y Brandeburgo); Norbert Matysik, Düsseldorf (Renania del Norte-Westfalia); Jürgen Hettinger, Frankfurt (Hesse), Adelheid Sailer-Schuster, Hamburg (Ciudad Anseática de Hamburgo, Mecklemburgo-Pomerania Occidental y Schleswig-Holstein); Werner Ehlers, Hannover (Ciudad Anseática de Brema, Baja Sajonia y Sajonia Anhalt); Hans Christoph Poppe, Leipzig (Sajonia y Turingia); Stefan Hard, Mainz (Renania-Palatinado y Sarre); Alois Müller, München (Baviera); y Bernhard Siebold, Stuttgart (Baden-Wurtemberg). *Je-*

*fes de departamento:* Erich Löper, B (Banca y Reservas Mínimas); Wilhelm Lipp, C (Contabilidad y Organización); Karlheinz Bischofberger, F (Financiamiento); Helmut Rittgen, H (Caja); Heinz-Günter Fuchs, IT (Procesamiento de Datos); Benedikt Fehr, K (Prensa e Información, Biblioteca, Archivos y Servicio Lingüístico); Joachim Nagel, M (Crédito, Divisas y Mercados Financieros); Klaus-Peter Burbach, P (Personal); Bernd Krauskopf, R (Servicios Jurídicos); Yue Sung, RC (Liquidación de Operaciones, Control de Riesgo y Custodia de Cuentas de Valores); Petra Palte, RV (Auditoría Interna); Gerhard Ziebarth, S (Estadística); Andreas Weigold, VB (Administración y Obras); Jens Ulbrich, Vo (Servicio de Estudios); y Jochen Metzger, Z (Sistema de Pagos y Administración de Cuentas).

(Información oficial, marzo del 2011)

#### SUPERINTENDENCIA DEL SISTEMA FINANCIERO (EL SALVADOR)

CONSEJO DIRECTIVO. *Presidente y superintendente:* Víctor-Antonio Ramírez Najarro; *directores propietarios:* Pedro-Fausto Arieta Vega, Francisco-José Morales E., José-Everardo Rivera y Sonia Alejandra López de Aguilar; *suplentes:* Manuel-Antonio Escobar Chávez, José-Ernesto Carranza Martínez, Jorge-Alberto Escobar Polanco y José-Encarnación Alvarenga. PERSONAL EJECUTIVO. *Intendentes:* William Durán (Riesgos y Conglomerados), Sigfredo Gómez, (de Otras Entidades Financieras) y José-Franklin Hernández (Jurídico); *directores:* Julia del Carmen Zaldívar de Stephan (Administración y Finanzas) e Ivette Rodríguez de Díaz (Informática).

(Información oficial, marzo del 2011)

#### FEDERAL RESERVE SYSTEM (ESTADOS UNIDOS)

JUNTA DE GOBERNADORES. *Presidente:* Ben S. Bernanke; *vicepresidente:* Janet L. Yellen; *miembros:* Sarah Bloom Raskin, Elizabeth Duke, Daniel Tarullo y Kevin M. Warsh. PERSONAL EJECUTIVO. *Asistentes de la Junta:* Michelle Smith y Winthrop Hambley; *secretaria:* Jennifer Johnson; *directores de división:* Stephen R. Malphrus (Administración), D. Nathan Sheets (Finanzas Internacionales), David J. Stockton (Investigaciones y Estadísticas), Bill English (Asuntos Monetarios), Pat Parkinson (Supervisión y Regulación Bancarias), Louise L.

Roseman (Operaciones de Bancos Federales de Reserva y Sistemas de Pagos), Sandra F. Braustein (Asuntos del Consumidor), Maureen Hannan (Administración de Recursos Informativos) y vacante (Administración de Recursos Humanos y Servicios Auxiliares); *asesor jurídico:* Scott G. Álvarez; e *inspectora general:* Elizabeth A. Coleman. *Contralor:* Bill Mitchell.

(Información oficial, marzo del 2011)

#### SUPERINTENDENCIA DE BANCOS (GUATEMALA)

*Superintendente:* Víctor-Manuel Mancilla Castro. *Intendentes:* Eduardo-Efraín Garrido Prado (Supervisión), Hugo-Daniel Figueroa Estrada (Estudios y Tecnología), Susan-Paola Rojas (Verificación Especial) y Julio-César Gálvez Díaz (Administrativo). *Asesor jurídico general:* Víctor-Hugo Castillo Vásquez. *Directores de departamento:* Carlos-Armando Pérez Ruiz (Supervisión de Riesgos Bancarios A), Juan-Alberto Díaz López (Supervisión de Riesgos Bancarios B), César-Augusto Morales Reyes (Supervisión de Riesgos de Seguros y otros), Juan-David Barrueto Godoy (Supervisión de Riesgos Integrales), Hugo-Rafael Oroxóm Mérida (Estudios), José-Alfredo Cándido Durón (Tecnología de la Información), José-Miguel Ramírez Peña (Recursos Humanos), Audie-Antonio Juárez Sánchez (Financiero y Servicios) y Luis-Roberto Cajas Ramírez (Análisis Económico y Estándares de Supervisión).

(Información oficial, marzo del 2011)

#### BANCO DE PORTUGAL

BOARD OF DIRECTORS. *Governor:* Carlos da Silva Costa; *Vice-Governors:* José-Agostinho Martins de Matos y Pedro Duarte Neves; *Directors:* Vítor Pessoa, José da Silveira Godinho y Maria-Teodora Cardoso. BOARD OF AUDITORS. *Chairman:* Emílio-Rui da Veiga Peixoto Vilar; *Members:* Rui da Conceição Nunes y Amável-Alberto Freixo Calhau. ADVISORY BOARD. *Governor:* Carlos da Silva Costa; *Vice-Governors:* José-Agostinho Martins de Matos y Pedro-Miguel de Seabra Duarte Neves Duarte Neves; *Former Governors:* Manuel-Jacinto Nunes, José da Silva Lopes, José-Alberto Vasconcelos Tavares Moreira, Luis-Miguel Couceiro Pizarro Beleza y António-José Fernandes de Sousa; *Chairman of the Board of Auditors:* Emílio-Rui da Veiga Peixoto Vilar, Valentim-Xavier Pintado,

Almerindo da Silva Marques, Alberto-Manuel Sarmiento Avevedo Soates, Roberto de Sousa Rocha Amaral (Região Autónoma dos Açores), Rui-Manuel Teixeira Gonçalves (Região Autónoma da Madeira). *Department Heads:* Paulo-Ernesto Carvalho Amorim (Governor's Office), Francisco Martins Rocha (Audit), José-Pedro da Silva Ferreira (Accounting), António Pinto Pereira (Issue and Treasury), João Cadete de Matos (Statistics), Ana-Cristina Leal (Economics and Research), Helder-Sebastião Rosalino (Human Resources), Rui-Manuel-Franco Rodrigues Carvalho (Markets and Reserve Management), António-Jacinto Marques (Organisation and Information Technology), Paulo-Ernesto Carvalho Amorim (International Relations), Eugénio Gaspar (Administrative Services), José-Gabriel Cortez Rodrigues Queiró (Legal Services), António Marques Garcia (Payment Systems), Vasco Pereira (Banking Pru-

dential Supervision), José Nunes Pereira (Legal Enforcement) and Maria-Lúcia Leitão (Banking Conduct Supervision).

*(Información oficial, marzo del 2011)*

#### FONDO LATINOAMERICANO DE RESERVAS

*Presidenta ejecutiva:* Ana-María Carrasquilla. *Secretaría general:* vacante. *Directores:* Iker Zubizarreta (Financiero), Juan-Carlos Alfaro (Riesgos), Javier Bonza (adjunto de Investigación y Desarrollo), Carlos Giraldo (adjunto de Estudios Económicos), Carlos García (Administración, Tecnología y Recursos Humanos), Henry Gutiérrez (adjunto de Operaciones), Ricardo Rico (adjunto de Reservas) y Adrián Ascanio (adjunto de Nuevos Negocios).

*(Información oficial, marzo del 2011)*

# Actividades del CEMLA durante diciembre del 2010-febrero del 2011

| <i>Actividad</i>   | <i>Instituciones copatrocinadoras</i><br><i>Lugar y fecha</i>   |
|--|---|
| <i>Cursos y talleres</i>   |   |
| Política Monetaria bajo Objetivos de Inflación en Economías en Desarrollo  | Banco Central de Costa Rica y Consejo Monetario Centroamericano<br>San José, 1 – 3 de diciembre   |
| El Papel del Banco Central en la Supervisión Financiera  | Banco Central de Reserva de El Salvador y Deutsche Bundesbank<br>San Salvador, 1 – 3 de febrero   |
| El Uso de Modelos DSGE en la Formulación de Políticas  | Banco Central de Reserva del Perú y FMI<br>Lima, 7 – 11 de febrero  |
| I Taller Regional de Sistemas de Pago de América Latina y el Caribe  | Central Bank of Trinidad and Tobago y Banco de Pagos Internacionales<br>Puerto España, 8 – 10 de febrero  |
| Taller Conjunto Banco Mundial-CEMLA sobre la Herramienta de Evaluación de Desempeño de Gestión de la Deuda (DeMPA) | Banco Mundial<br>México, D. F., 28 de febrero – 4 de marzo  |
| <i>Seminario</i>   |   |
| Banca de Desarrollo y el Entorno Internacional Actual  | Banco Mundial, Secretaría de Hacienda y Crédito Público de México y Asociación Latinoamericana de Instituciones Financieras para el Desarrollo<br>México, D. F., 6 de diciembre |
| <i>Reunión</i>   |   |
| X Reunión de Asesores Legales de Banca Central   | Bangko Sentral ng Pilipinas<br>Cebú, 15 – 18 de febrero   |

## MIEMBROS DEL CEMLA

### ASOCIADOS

|   |  |
|---|--|
| Banco Central de la República Argentina   | Banco Central de Reserva de El Salvador  |
| Centrale Bank van Aruba                   | Banco de Guatemala                       |
| Central Bank of the Bahamas               | Bank of Guyana                           |
| Central Bank of Barbados                  | Banque de la République d'Haïti          |
| Central Bank of Belize                    | Banco Central de Honduras                |
| Banco Central de Bolivia                  | Bank of Jamaica                          |
| Banco Central do Brasil                   | Banco de México                          |
| 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      |
| Centrale Bank van Curaçao en Sint Maarten | Banco Central del Uruguay                |
| Banco Central del Ecuador                 | Banco Central de Venezuela               |

### COLABORADORES

#### *Bancos centrales*

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

#### *Otras instituciones*

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

**CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS**  
Asociación Regional de Bancos Centrales

[www.cemla.org](http://www.cemla.org)

