



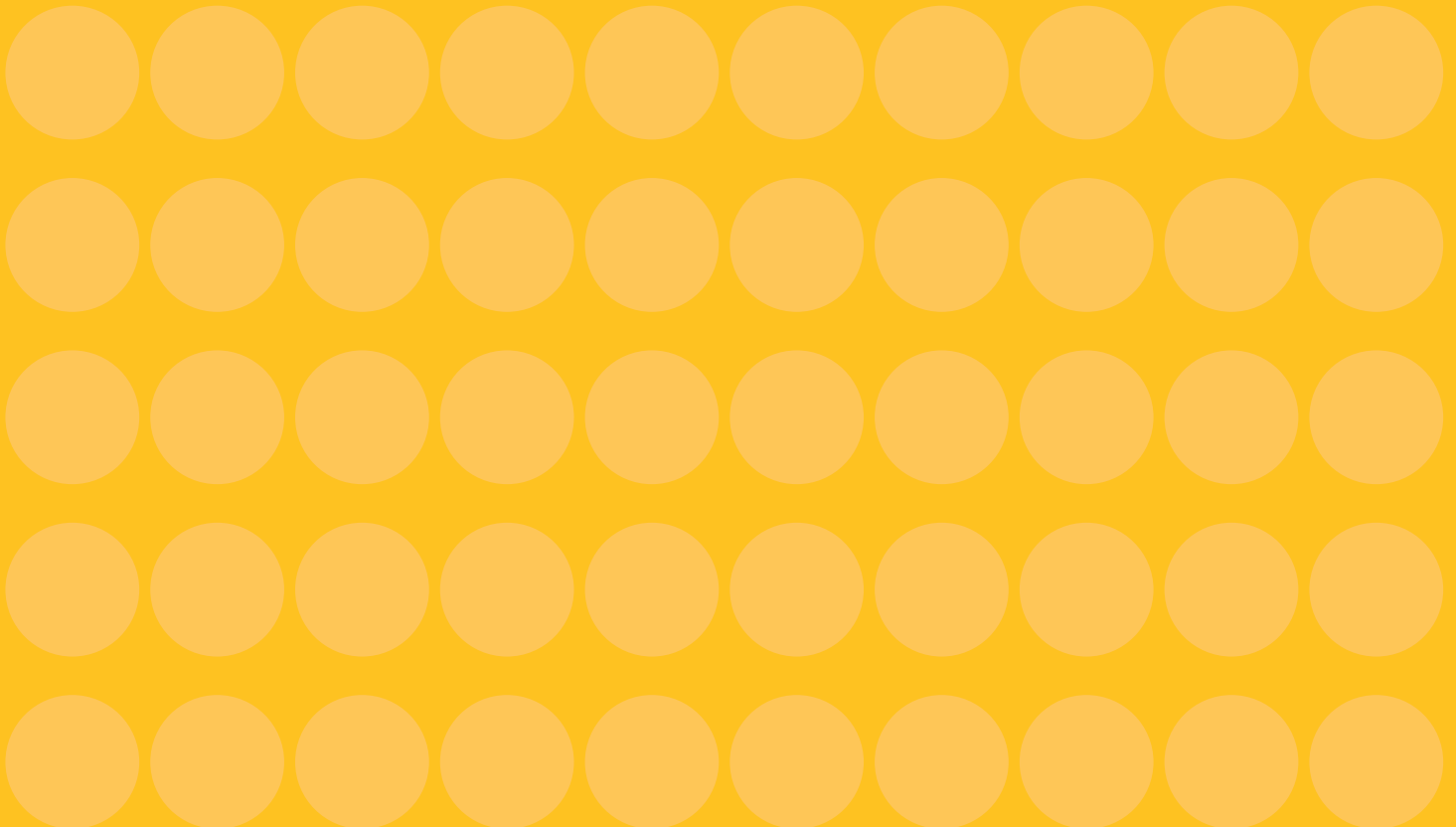
**CENTRO DE
ESTUDIOS
MONETARIOS
LATINOAMERICANOS**

Asociación Regional de Bancos Centrales

BOLETÍN

Volumen LVII

Número 4, octubre-diciembre de 2011



CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS

ASAMBLEA

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

JUNTA DE GOBIERNO, 2011-2013

Presidente:

Banco de la República (Colombia)

Miembros:

Banco Central de la República Argentina
Central Bank of Barbados
Banco Central do Brasil
Banco Central de Reserva de El Salvador
Banco de México
Banco Central de Venezuela

COMITÉ EDITORIAL

Javier Guzmán Calafell
Director General

Dalmir Sergio Louzada
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

177 **Nota editorial**

179 **Microfinanzas y microcrédito en Latinoamérica**

Héctor Cuasquer
René Maldonado

194 **Sorteando la tormenta mundial: beneficios de la reforma de política monetaria en cinco países latinoamericanos**

Jorge Iván Canales-Kriljenko
Luis I. Jácome H.
Ali Alichí
Ivan Luís de Oliveira Lima

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

233 **Actividades del CEMLA durante septiembre-noviembre del 2011**

236 **Índice 2011**

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

VOLUMEN LVII

NÚMERO 4

OCTUBRE-DICIEMBRE DE 2011

Nota editorial

En el artículo de Hernán Cuasquer y René Maldonado, con el título “Microfinanzas y microcrédito en Latinoamérica”, se presentan los resultados del análisis del estudio de casos de cooperativas y otras instituciones microfinancieras de cinco países latinoamericanos: Ecuador, México, El Salvador, Colombia y Paraguay, y se complementó con información de la normativa general de otros cuatro países: Argentina, Bolivia, Brasil y Uruguay. El estudio se realizó de manera coordinada con el auspicio de la Confederación Alemana de Cooperativas (DGRV), y el CEMLA.

En este estudio, los autores valoran el estado de las microfinanzas y el microcrédito en los países mencionados a partir de diversos factores, empezando por la forma en que se definen estos conceptos, o sí lo están, en los países mencionados. Este aspecto es importante, porque a partir de tales definiciones es posible evaluar su tratamiento legal en la normativa vigente, las políticas públicas al respecto y las estrategias para ampliar los servicios de microfinanzas a una mayor población, tanto desde la perspectiva pública como la privada. A partir de este análisis, los autores mencionan una serie de recomendaciones para fortalecer el estado de la industria de las microfinanzas y el microcrédito en la región.

En el siguiente artículo, “Sorteando la tormenta mundial: beneficios de la reforma de política monetaria en cinco países latinoamericanos”, de Jorge Iván Canales-Kriljenko, Luis I. Jácome H., Ali Alichí, e Ivan Luís de Oliveira Lima, funcionarios del FMI, se destaca el éxito con que los bancos centrales de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú (AL5) lograron hacer frente a la crisis global que se desató entre 2007 y 2008. El buen desempeño de estos países se debió, entre otros, a la adopción de reformas institucionales, políticas y operativas en los decenios previos a la crisis; que les permitió contar

con un marco de política flexible basado en fundamentos macroeconómicos y financieros fuertes. Dentro de este marco, destaca el cambio en la manera de formular la política monetaria, en la medida que fueron adoptando esquemas de metas de inflación y dejando de lado los esquemas de programación monetaria.

Con base en la experiencia de estos países y en recomendaciones técnicas del FMI a los países miembros, los autores incluyen una serie de recomendaciones para que otros países puedan fortalecer la eficacia de su política monetaria.

Este número de *Boletín* se completa con la lista de autoridades de algunos de los miembros del CEMLA, la lista de las actividades del trimestre y el índice general de este volumen.

Sus consultas y comentarios son bienvenidos, pueden escribirnos a la dirección de correo electrónico: <publicaciones@cemla.org>. Otras publicaciones, así como el calendario de actividades del CEMLA están disponibles en <www.cemla.org>.

Microfinanzas y microcrédito en Latinoamérica*

Héctor Cuasquer
René Maldonado

I. Introducción

Debido al papel que juegan los microempresarios en las economías de la región y por la importancia que reviste el financiamiento de este sector para su desarrollo, el CEMLA y la DGRV iniciaron un estudio para evaluar la situación actual de las microfinanzas en los países de América Latina y el Caribe.

La metodología del estudio se basó en el análisis de casos en cooperativas y otras instituciones microfinancieras de cinco países latinoamericanos: Ecuador, México, El Salvador, Colombia y Paraguay, y se complementó con información de la normativa general de otros cuatro países: Argentina, Bolivia, Brasil y Uruguay.

El estudio encontró que en los países incluidos no existen definiciones formales para las microfinanzas, aunque en varios casos sí se cuenta con definiciones o aproximaciones al concepto

de microcrédito. De igual manera, la normativa vigente no incluye regulaciones específicas para las microfinanzas y el microcrédito, segmentos que se rigen por las leyes financieras generales de cada país; con excepción de la regulación mexicana, donde los microcréditos cuentan con un esquema especializado de regulación y supervisión. Sólo en este último caso se considera que la regulación estimula las microfinanzas; en los demás las respuestas fueron ambiguas y frecuentemente pesimistas.

En todos los países es considerable el número de instituciones involucradas en el mercado microfinanciero. Sin embargo, el nivel de profundización de sus actividades es aún bajo, lo que muestra el amplio mercado que todavía queda desatendido. Las cooperativas, como parte importante de este mercado, tienen una proporción importante de sus operaciones orientadas a la atención de los microempresarios y en la mayor parte de los casos cuentan con metodologías específicas para el manejo de estas actividades, normalmente centradas en los créditos individuales en lugar de grupales.

Un aspecto clave en la atención del mercado microfinanciero por medio de las cooperativas son las estrategias que emplean para convertir a los clientes en asociados. En este sentido, el estudio encontró que en la gran mayoría de las cooperativas sólo se trabaja con los socios; en aquellas que sí trabajan con clientes externos, el porcentaje de conversión a asociados es muy bajo.

En todos los aspectos evaluados del mercado microfinanciero y microcrediticio se comprobó que existe aún mucho espacio para realizar mejoras, tanto normativas que reconozcan las

* Publica el CEMLA, con la debida autorización, el artículo de H. Cuasquer (consultor DGRV) y R. Maldonado (CEMLA), que es un extracto del estudio *Microfinanzas y microcrédito en Latinoamérica*. Estudio de los casos: Colombia, Ecuador, El Salvador, México y Paraguay, elaborado con base en encuestas y reuniones realizadas con autoridades y funcionarios de bancos centrales y superintendencias, así como con los consultores de la DGRV y con ejecutivos de diferentes entidades microfinancieras, en especial cooperativas de ahorro y crédito, que trabajan en el sector de las microfinanzas y microcrédito de los países incluidos en el estudio, a quienes expresamos nuestro agradecimiento. En especial, se agradece la contribución de las entidades que contestaron la encuesta y accedieron a entrevistas en Ecuador, México, El Salvador, Colombia y Paraguay. El estudio contó con los valiosos comentarios de Steffen Müller (DGRV) y de todo el equipo de competencia de la DGRV en microfinanzas, así como el apoyo de Magali Luna (CEMLA).

particularidades del fenómeno y estimulen su desarrollo, como en el manejo de las propias instituciones involucradas, que deberán hacer mayores esfuerzos por mejorar sus niveles de profundización y abarcar un mayor volumen de asociados y clientes, con productos que sean diseñados específicamente para el sector, basados en metodologías claras que aseguren un manejo adecuado de los riesgos.

II. El estudio

1) Antecedentes

En América Latina y el Caribe, el sector de microempresarios es un segmento importante de la economía, pues abarca una significativa proporción del empleo (entre el 60% y el 70%) y aporta entre un 20% y un 35% del PIB (ver Llisterri y García-Alba, 2008). En este marco, se hace necesario el planteamiento y aplicación de políticas adecuadas que permitan y apoyen su desarrollo. Uno de los aspectos clave en este sentido es el financiamiento de sus actividades.

En este marco, es necesario disponer de datos e información específica sobre el acceso a los servicios financieros del que disponen los microempresarios, así como identificar a los principales actores que los financian. También se requiere considerar la oferta y demanda de productos de las cooperativas de ahorro y crédito (CAC) y de otras entidades que realizan intermediación financiera en este segmento y que forman parte de este importante sector.

Las cooperativas de ahorro y crédito en América Latina y el Caribe juegan un papel muy importante en el financiamiento de las actividades del sector microempresarial. Aun cuando sus activos no suelen representar más del 6%¹ en promedio del total de activos del sistema financiero, las CAC atienden a segmentos no incluidos en el sistema bancario tradicional, lo que mejora la inclusión financiera en los países en los que desarrollan sus actividades. Adicionalmente, dan prioridad al financiamiento de actividades productivas y comerciales en las que predominan los microempresarios, lo que las convierte en una pieza clave para el fomento de este sector y de la economía de los países latinoamericanos.

¹ En países como El Salvador, Bolivia, Costa Rica, Ecuador y Paraguay, este porcentaje de participación en el total de activos del sistema financiero nacional es ampliamente superado.

Debido a este enfoque del sector cooperativo, el presente estudio centra sus esfuerzos en la participación de estas entidades en el fomento y financiación del sector microempresarial, sin dejar de lado el análisis complementario de la oferta de otros tipos de entidades en el mismo segmento de mercado.

2) Objetivos

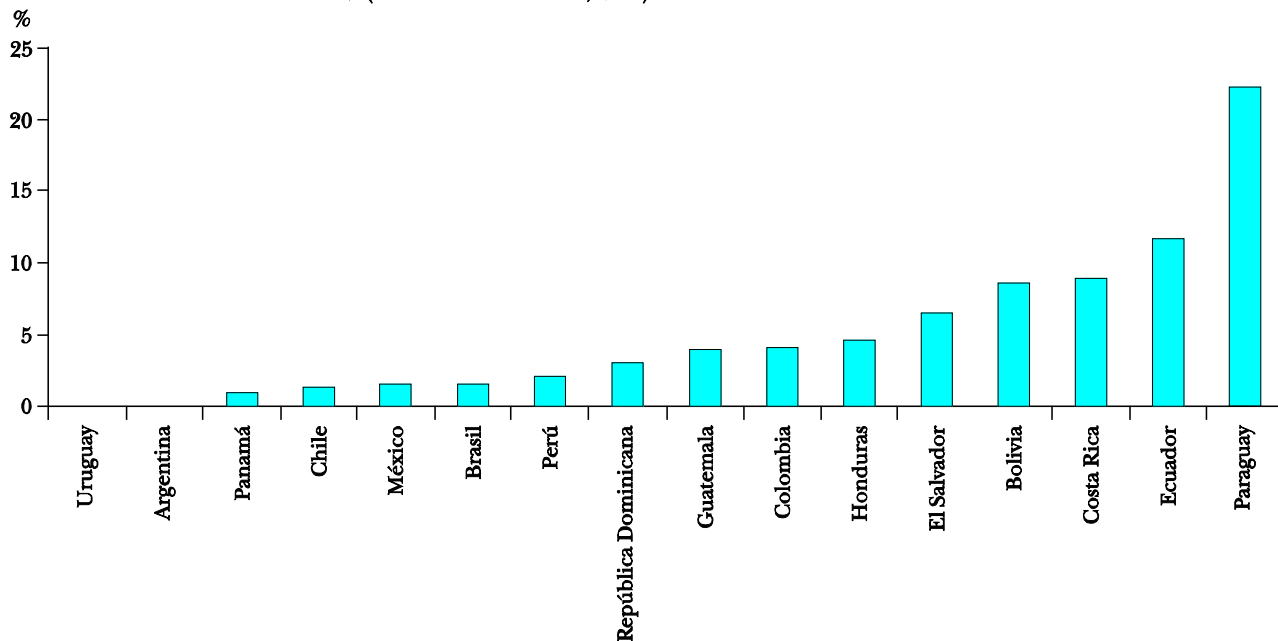
El estudio tiene como principal objetivo conocer e identificar el perfil de los principales actores del mercado microfinanciero, así como el marco regulatorio vigente en cada país para las microfinanzas y los productos de microcrédito ofertados, tratando en lo posible de estimar el grado de profundización y alcance de los servicios y productos financieros disponibles para este segmento de la economía.

El estudio evalúa desde el punto de vista formal, por medio de la normativa vigente, cómo se definen los términos de microfinanzas en general y el de microcrédito en particular, en los países considerados para el estudio, y se verifica la existencia o no de definiciones que establezcan diferencias entre este segmento financiero y el segmento crediticio tradicional. Se buscó recopilar y evaluar la normativa financiera vigente en cada país considerado, con el fin de identificar la existencia de regulaciones particulares en las operaciones de microfinanzas y microcrédito o de verificar si éstas se encuentran reguladas por el mismo marco regulatorio general en el que se enmarcan las demás actividades y operaciones del sistema financiero tradicional. En este sentido, las preguntas directrices del estudio incluyen:

- ¿Se definen de manera formal y legal las microfinanzas y el microcrédito como productos financieros en cada uno de los países incluidos en el estudio?
- ¿Cuál es la normativa aplicable a las microfinanzas y microcréditos, incluyendo el desglose por tipo de entidad financiera?

De igual manera, se buscó definir el perfil general de los principales actores en el mercado microfinanciero y evaluar la profundización de los servicios financieros que ofrecen al segmento de microempresarios, identificando los productos y servicios ofrecidos por estas entidades, así como la metodología crediticia que utilizan. Las

GRÁFICA I. ACTIVOS DE LAS COOPERATIVAS DE AHORRO Y CRÉDITO COMO PORCENTAJE DEL TOTAL DE ACTIVOS DEL SISTEMA FINANCIERO EN CADA PAÍS (TERCER TRIMESTRE, 2010)



FUENTE: Durán (2010).

preguntas directrices aplicadas por el estudio en esta parte, incluyeron:

- ¿Quiénes son los actores principales en microfinanzas y microcréditos en cada uno de los países (clientes, entidades, formales e informales)?
- ¿Cuál es el nivel de profundización de los servicios financieros ofrecidos al mercado potencial de microempresarios?
- ¿Cuáles son las características de los clientes microempresarios (según regiones, tipo de comercio, tamaño, etc.)?
- ¿Qué productos y servicios microfinancieros ofrecen las diferentes entidades a sus clientes (microcréditos, microahorros, microseguros, asistencia técnica, etc.)?

Finalmente, se consideró importante identificar y determinar el número de clientes que se transforman en asociados de las cooperativas, así como las estrategias aplicadas por estas entidades para captar socios. En este sentido las preguntas directrices fueron:

- ¿Qué porcentaje de los clientes (no socios de las cooperativas) se convierten en socios?

- ¿Cuáles son los productos que demandan los nuevos socios?

- ¿Qué estrategias aplican las CAC para fomentar a los clientes para convertirse en socios?

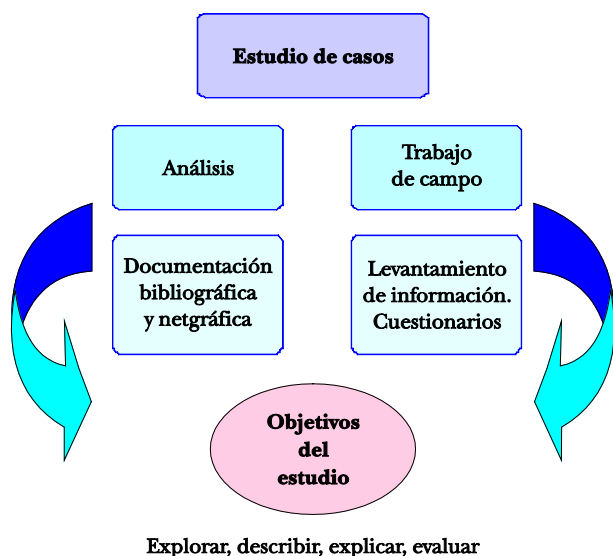
3) Metodología del estudio

Para el desarrollo del presente trabajo se utilizó la metodología de estudio de caso, ya que es la que mejor se ajusta a la naturaleza del estudio. Para el levantamiento y recolección de datos se emplearon cuestionarios, entrevistas y análisis de documentación bibliográfica y netgráfica, que se integraron en el estudio como se observa en el diagrama 1.

La investigación de campo se realizó mediante la aplicación de tres cuestionarios, que abarcaron los temas y preguntas directrices del estudio, estructurados con preguntas abiertas y cerradas orientadas al cumplimiento de los objetivos del estudio:

- Cuestionario número 1. Destinado a consultores de la DGRV, contiene cinco preguntas sobre las definiciones de microfinanzas y microcrédito en las normativas, además de una parte estadística relacionada con la población del país, número de microempresarios, socios-clientes, cartera y captaciones, clasificada por entidades.

DIAGRAMA 1. METODOLOGÍA DEL ESTUDIO.



- Cuestionario número 2. Dirigido a entidades, contiene 14 preguntas cerradas sobre características de los socios, productos activos y pasivos, normativa y metodología entre otras.
- Cuestionario número 3. Dirigido a entidades reguladoras o supervisoras, contiene nueve preguntas relacionadas con los aspectos normativos de microfinanzas y microcrédito.

En la primera fase se aplicó el cuestionario número 2 a un grupo representativo de cooperativas de ahorro y crédito, sociedades cooperativas, cajas de ahorro y otras entidades similares en Ecuador, Colombia, México, El Salvador y Paraguay (cuadro 1).

Posteriormente, se aplicaron los cuestionarios 1 y 3 a fin de contar con un panorama general de cada país. En este esfuerzo, se contó con el apoyo del consultor de la DGRV en cada país. El estudio se complementó con la recopilación y evaluación

Cuadro 1

NÚMERO DE ENCUESTAS APLICADAS POR PAÍS, 2010

<i>País</i>	<i>Encuestas</i>
Ecuador	70
México	35
El Salvador	19
Colombia	10
Paraguay	9
<i>Total</i>	<i>143</i>

FUENTE: Estudio de Microfinanzas.

de la normativa en cuatro países adicionales: Argentina, Bolivia, Brasil y Uruguay.

Los procedimientos de la investigación incluyeron el desarrollo de siete etapas: *i)* elaboración del cuestionario para la investigación; *ii)* validación; *iii)* aplicación; *iv)* compilación y tabulación de datos; *v)* redacción del informe preliminar por país; *vi)* elaboración de conclusiones y recomendaciones transversales; y *vii)* preparación del informe final del estudio.

4) *Conceptos y definiciones*

Para tener una apreciación general del contexto en el que se desarrolla este trabajo, se presentan algunos conceptos y definiciones importantes utilizadas en el desarrollo de la investigación:

- *Economía solidaria* “es una búsqueda teórica y práctica de formas alternativas de hacer economía, basadas en la solidaridad y el trabajo. El principio o fundamento de la economía de solidaridad es que la introducción de niveles crecientes y cualitativamente superiores de solidaridad en las actividades, organizaciones e instituciones económicas, tanto a nivel de las empresas como en los mercados y en las políticas públicas, incrementa la eficiencia micro y macroeconómica, y genera un conjunto de beneficios sociales y culturales que favorecen a toda la sociedad”. (Ver Economía Solidaria, 2010.)

- *Microfinanzas* “son aquellos servicios financieros orientados hacia el desarrollo de las pequeñas economías, en especial las microempresas. En el marco de la globalización, las microfinanzas se han acuñado como un enfoque de las finanzas que apuntan a motivar la inclusión y la democratización de los servicios financieros para aquellos sectores generalmente excluidos por la banca comercial tradicional” (ver Orellana, 2009), y que “comprenden el microcrédito, la prestación de servicios de ahorros, pensiones, servicios de pago, préstamos para vivienda, seguros, emergencias y otros préstamos privados, etc. para personas de bajos ingresos y para las empresas micro, pequeña y mediana”. (Ver Oiko Credit, 2010.) Por tanto, las microfinanzas incluyen los productos y servicios financieros y no financieros que proporcionan las entidades a las personas de bajos ingresos que no han sido incluidas en el sistema financiero formal, para el desarrollo de actividades productivas, de comercio o servicios.

- *Normatividad de las microfinanzas o microcréditos*, se refiere a las normas y procedimientos que deben cumplir las entidades que realizan microfinanzas y microcréditos. El marco normativo es un mecanismo de ayuda para la administración de riesgos, que además facilita las tareas de supervisión. Existen dos modalidades de supervisión del sector de las microfinanzas (ver Orellana, 2009):

- General: se basa en la ley bancaria y financiera de cada país. Se encuentra dentro de la misma ley que se aplica a la banca comercial, incorporando en su ámbito aspectos básicos de la actividad microfinanciera, tales como la definición de microcrédito, clasificación de crédito, régimen de provisiones, requisitos mínimos para los créditos, garantías, definición y contabilidad de la morosidad, etcétera.

- Especializada: limita su accionar a la actividad microfinanciera y parte de la premisa de que el mercado financiero está fragmentado entre un sector formal y uno informal, y define las reglas del juego de acuerdo al perfil de riesgo de cada sector.

- *Segmentos de microcrédito*, se identifican tres de acuerdo con las definiciones utilizadas por el Banco Central de Ecuador (ver Banco Central del Ecuador, 2010):

- Microcrédito de subsistencia o minorista: aquellas operaciones de crédito cuyo monto por operación y saldo adeudado a la institución financiera no supera los 3,000 USD, otorgadas a microempresarios que registran ventas anuales inferiores a 100,000 USD, a trabajadores por cuenta propia, o a un grupo de prestatarios con garantía solidaria.

- Microcrédito de acumulación simple: son aquellas operaciones de crédito, cuyo monto por operación y saldo adeudado a la institución financiera es de 3,000 USD hasta 10,000 USD, otorgadas a microempresarios que registran un nivel de ventas o ingresos anuales inferiores a 100,000 USD, a trabajadores por cuenta propia, o a un grupo de prestatarios con garantía solidaria.

- Microcrédito de acumulación ampliada: son aquellas operaciones de crédito superiores a 10,000 USD otorgadas a microempresarios que

registran ventas anuales inferior a 100,000 USD, a trabajadores por cuenta propia, o a un grupo de prestatarios con garantía solidaria.

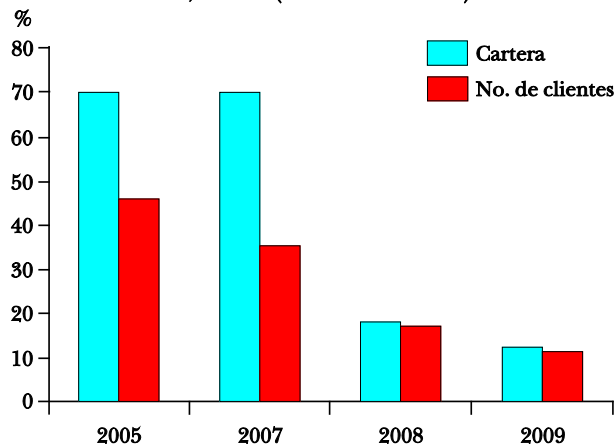
- Profundización de servicios financieros de las entidades cooperativas o IMF, se refiere a la relación entre el número de usuarios o tomadores de microcréditos y el número de microempresarios existentes en el país, lo que permite tener una idea del potencial de usuarios al que se puede ampliar estos servicios.

III. Las microfinanzas y el microcrédito en la región

1) Las microfinanzas en América Latina

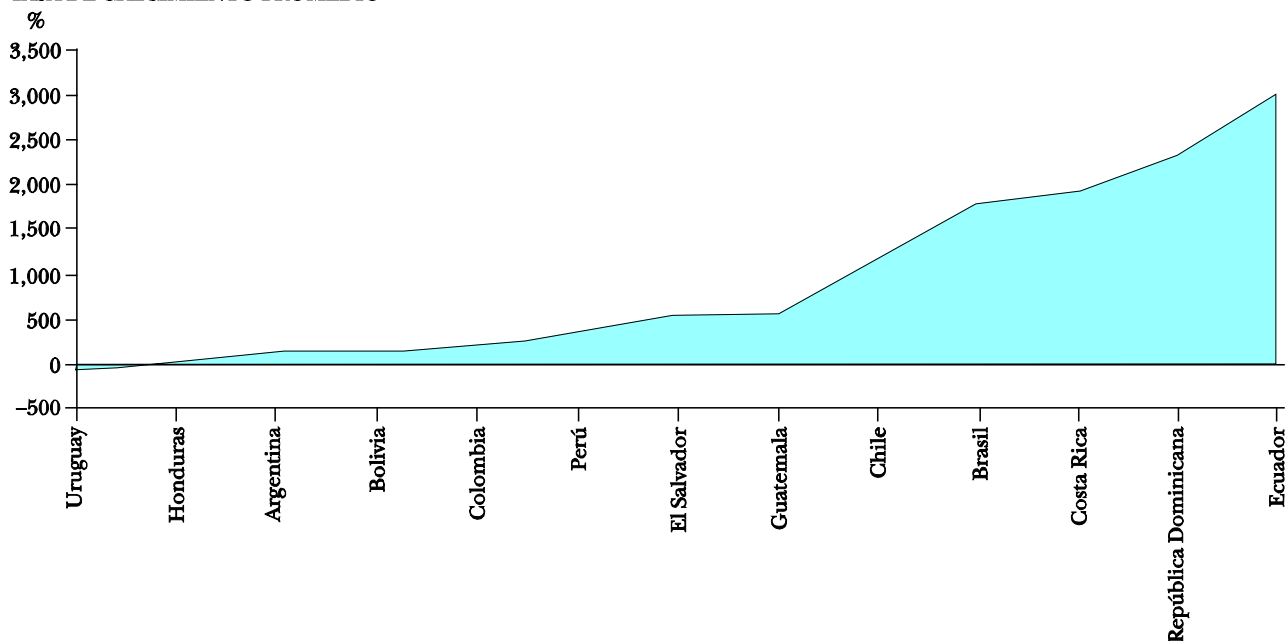
La industria de las microfinanzas en América Latina había venido creciendo a un ritmo muy rápido hasta 2007, con un incremento de la cartera de créditos de alrededor del 70% anual y en el número de prestatarios de cerca del 40%. Sin embargo, a partir del 2008 la crisis internacional tuvo efectos adversos en la tasa de crecimiento de la cartera microcrediticia, desacelerando su ritmo de crecimiento a sólo 18% y 13% en 2008 y 2009 respectivamente. Además, lo anterior estuvo acompañado de tasas similares en el número de prestatarios. Se estima que en 2010, el crecimiento de este sector se mantuvo en los niveles de 2009 o registró un crecimiento ligeramente superior, ya que la crisis financiera global generó una actitud más conservadora en las entidades financieras al aumentar la percepción de riesgo.

GRÁFICA II. CARTERA Y NÚMERO DE CLIENTES DE MICROCRÉDITO EN ALC, 2005-09 (Tasa de crecimiento)



FUENTE: Elaboración propia con base en datos de Pedroza (2010).

**GRÁFICA III. EVOLUCIÓN DEL ACTIVO EN LAS CAC DE AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE, DICIEMBRE 1998 – DICIEMBRE 2009
TASA DE CRECIMIENTO PROMEDIO**



FUENTE: Durán (2010).

Un aspecto importante por destacar en cuanto al sector microcredicio de la región, es que si bien la crisis desaceleró significativamente su crecimiento, no implicó una disminución ni en el monto de la cartera ni en el número de prestatarios. También debe considerarse que la demanda de servicios microfinancieros sigue siendo elevada en toda América Latina. Aunque estos servicios se han ampliado y ahora llegan a muchas más personas, cientos de miles siguen sin ser incluidos. La demanda varía según cada país de la región, la profundización del sistema financiero, etc. La mayoría de ejecutores de microcréditos de la región afirman que aunque la crisis ha afectado la liquidez de los mercados de crédito en general, la desaceleración en el sector informal, cliente usual de las microfinanzas, no es tan pronunciada. (Ver Guzmán, 2009.)

a) Activos, cartera y microcrédito en las CAC

En el período 1998-2009, los activos agregados de las cooperativas de la región mostraron una marcada y sostenida tendencia al crecimiento, equivalente a una tasa promedio anual de 9.3% durante el periodo.

El nivel patrimonial de las CAC acompañó la rápida expansión de los activos, creciendo a una tasa de 10.1% anual en promedio, reflejando el

incremento en el número de asociados y en sus aportaciones al balance de las sociedades cooperativas.

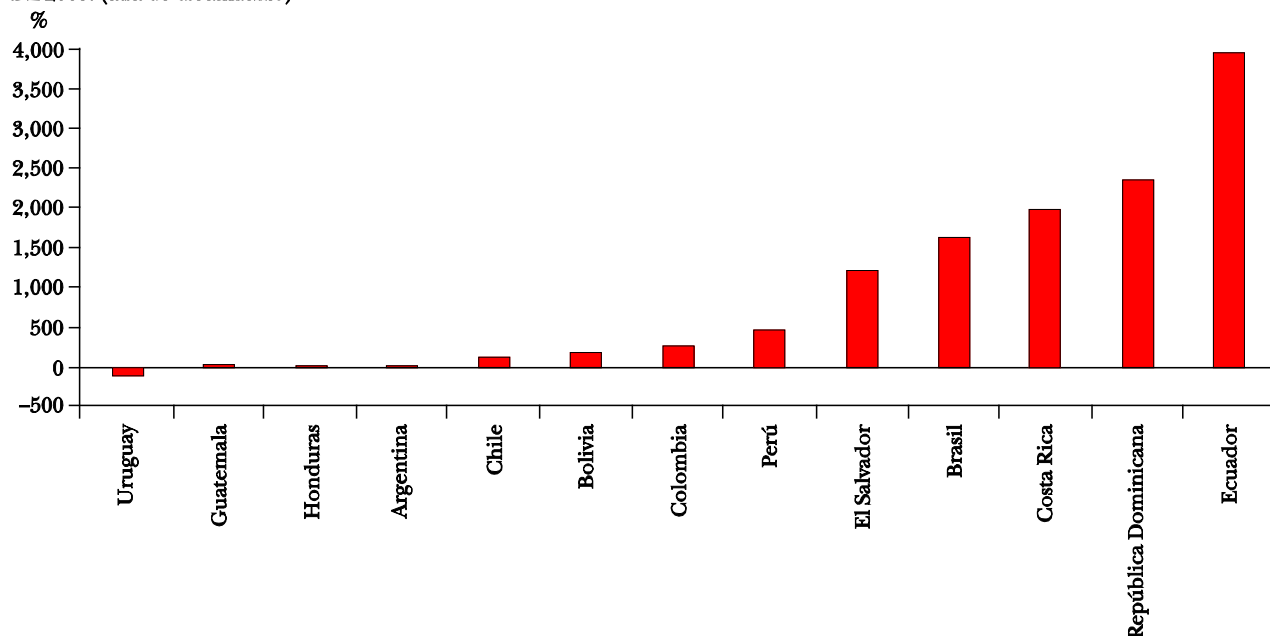
Por su parte, el pasivo de estas entidades en la región creció a tasas similares a las del activo, en respuesta al sostenimiento del financiamiento de las cooperativas, basado sobre todo en los aportes y los depósitos de sus asociados como principal fuente de financiamiento para sus operaciones.

El principal componente del activo de las CAC, el total de la cartera bruta de crédito, tuvo en el lapso señalado un importante crecimiento (25.9%). La cartera de microcrédito, por su parte, registró un incremento similar en este período, aunque para el año 2009 su ritmo de expansión se desaceleró a una tasa de 13% en relación con el año anterior.

La información para 2009 muestra que la participación de la cartera de microcrédito en la cartera total del sistema de cooperativas es de alrededor de 50%, lo cual es un indicador del significativo aporte de las cooperativas al desarrollo de las microfinanzas.

En cuanto al número de prestatarios de microcrédito en las CAC de la región, durante 2009 su crecimiento fue menor al observado en la cartera bruta. De hecho, en algunos países como Ecuador, El Salvador y Honduras las tasas de crecimiento del número de prestatarios son negativas.

GRÁFICA IV. EVOLUCIÓN DE LOS DEPÓSITOS EN LAS CAC DE AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE, DICIEMBRE DE 1998-DICIEMBRE DE 2009. (tasa de crecimiento)



FUENTE: Elaboración propia con base en los datos de Pedroza (2010).

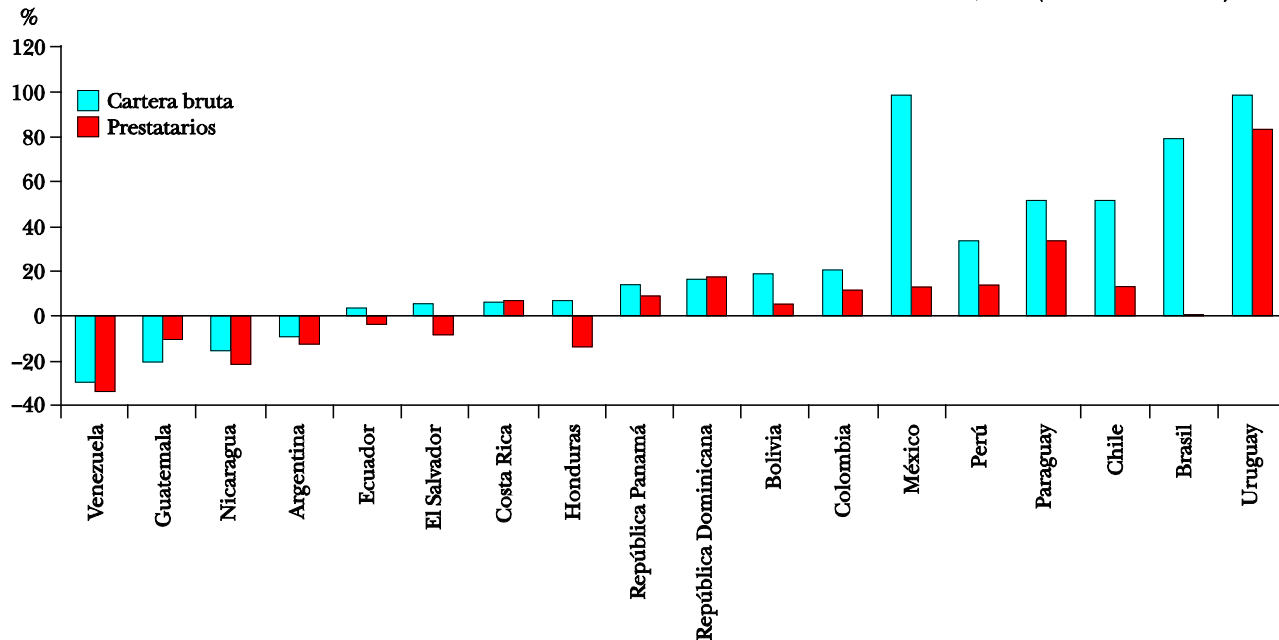
Lo anterior sugiere una estrategia entre estas entidades orientada a una mayor selección de los microprestataarios, tratando de mantener los niveles de cartera.

El menor crecimiento de los prestatarios frente al de la cartera bruta en 2009, provocó un crecimiento en los créditos promedio de casi todos

los países de la región, con la excepción de Guatemala, Costa Rica y la República Dominicana.

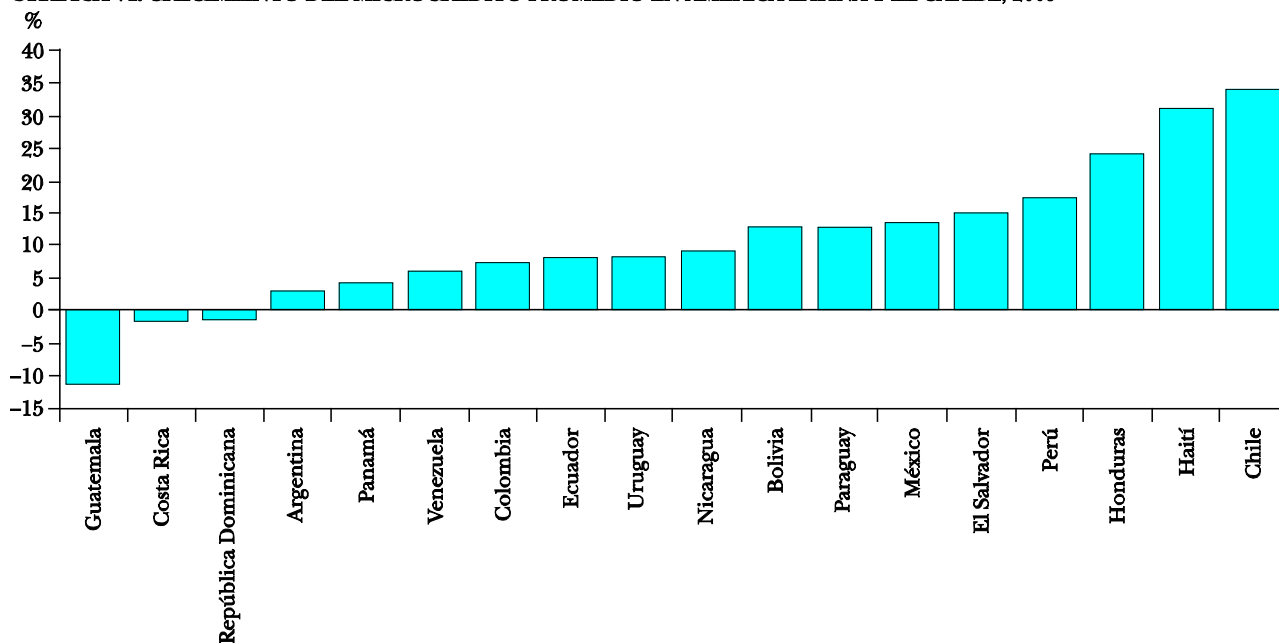
En cuanto a la calidad de la cartera microcrediticia, en general se reconoce que esta suele tener menores niveles de mora en comparación con la cartera de crédito tradicional. La evolución de este indicador ha sido adecuada para las

GRÁFICA V. CARTERA BRUTA Y PRESTATARIOS DE LAS CAC DE AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE, 2009 (tasa de crecimiento)



FUENTE: Elaboración propia con datos de <www.mixmarket.org/mfi>.

GRÁFICA VI. CRECIMIENTO DEL MICROCRÉDITO PROMEDIO EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE, 2009



FUENTE: Elaboración propia con datos de <www.mixmarket.org/mfi>.

cooperativas bajo el control de la superintendencia en cada país. Así, para 2009 el índice de morosidad promedio entre las CAC de la región fue de 4.65%, inferior al que registraron las otras entidades del sistema financiero que también realizan operaciones de microcrédito.

Por otra parte, los créditos en mora por más de 30 días en la industria microcrediticia son muy difíciles de cobrar. Por ello, como se puede observar en la gráfica VII, la mayoría (entre 40% y 70%) terminan siendo morosos por más de 90 días e incluso convirtiéndose en incobrables.

2) *Resultados consolidados del estudio*

Debido a las características de este trabajo, las

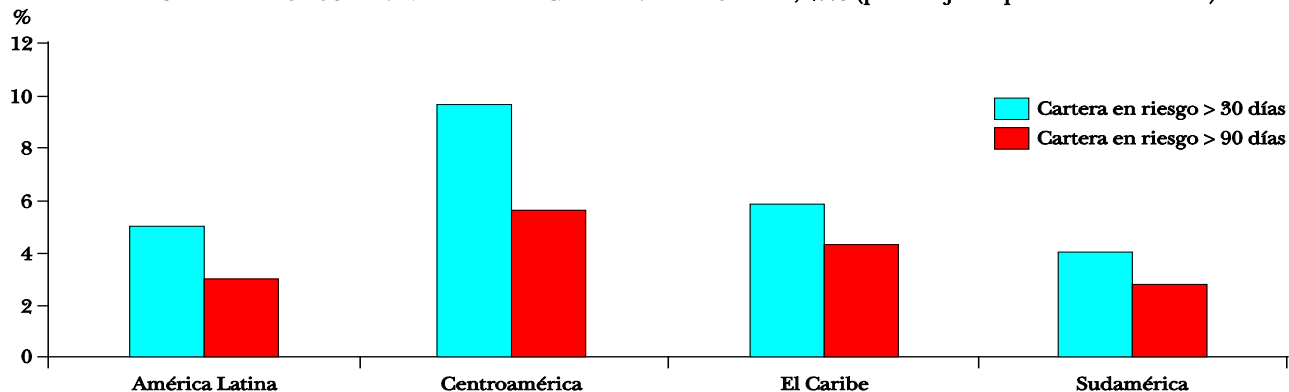
conclusiones son el resultado del análisis de los casos de las entidades consultadas en cada uno de los países considerados en el estudio. Por lo tanto, no se deben asumir como de aplicación general.

a) *Definición de microfinanzas y microcrédito*

Un primer aspecto importante al analizar el sistema microfinanciero y microcrediticio de la región es la determinación de qué se entiende por estos conceptos en cada país y verificar si existe una definición formal, esto es, incluida en las normativas y reglamentos respectivos.

En los cinco países donde se aplicó el estudio, no se evidenció una definición específica de

GRÁFICA VII. CARTERA MOROSA EN IMF DE AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE, 2009 (porcentajes respecto a la cartera total)



FUENTE: Elaboración propia con datos de <www.mixmarket.org/mfi>.

Cuadro 2

REGULACIÓN DE LAS MICROFINANZAS, 2010

	<i>Ecuador</i>	<i>México</i>	<i>El Salvador</i>	<i>Colombia</i>	<i>Paraguay</i>
Microfinanzas como definición en la ley	No	No	No	No	No
Microcrédito como definición en la ley	Sí	Sí	No	Sí	Sí
Aspectos tomados en cuenta para la definición	Sujeto, destino, fuente de repago	Fuente de repago, sujeto		Monto máximo, fuente de repago	Fuente de repago, ingreso máximo del deudor

FUENTE: Encuesta del Estudio de Microfinanzas.

microfinanzas en ninguno de los cuerpos normativos vigentes. Sin embargo, en muchos casos se observan menciones a los servicios específicos que forman parte de las microfinanzas, como son los microcréditos, microseguros, microdepósitos y otros.

Por su parte, el concepto de microcrédito es de mayor mención en la regulación. Aunque, dependiendo del país, su definición suele estar ligada a diferentes características de estos productos. En tanto que en algunos países se utilizan los montos como base para definir un crédito como microcrédito, en otros es el sujeto, el destino del crédito, las actividades a financiar o la fuente de repago el aspecto que definirá un financiamiento como parte de este segmento. En la mayor parte de los países del estudio, se toma más de una de estas características como base para definir lo que se entenderá como un microcrédito.

La definición formal en las normas vigentes de aspectos generales como las microfinanzas o el microcrédito, es un factor básico para la legislación adecuada de este fenómeno y para el establecimiento de políticas que fomenten el desarrollo de estos productos y servicios financieros para el sector microempresarial. Por lo tanto, las autoridades deben realizar esfuerzos adicionales para definir con la mayor precisión posible qué se entenderá por microfinanzas y microcréditos, buscando en lo posible que estas definiciones sean comparables en el plano transnacional, habida cuenta del amplio apoyo que existe entre la comunidad internacional y los organismos multilaterales para este sector.

b) Normativa que regula las microfinanzas y el microcrédito

Al ser las microfinanzas una parte importante

del sector financiero, la normatividad juega un papel muy importante para establecer y definir claramente las reglas y procedimientos que deben cumplir las entidades que participan en estas actividades. Además, es un mecanismo de ayuda para la administración de los riesgos propios de la naturaleza de este sector, que permite las tareas de seguimiento y supervisión que deben realizar los organismos correspondientes.

La normativa no debe ser discriminatoria y debe ser de aplicación general, para evitar que su implementación genere diferencias y asimetrías entre los diferentes participantes del mercado que pongan en posición de ventaja a unos frente a los otros. Por otra parte, la regulación debe considerar las características propias del fenómeno o instituciones que pretende regular, cuidando de no entorpecer su adecuado y eficiente funcionamiento.

Se reconoce que existen al menos dos tendencias en cuanto a la regulación y supervisión del mercado microcrediticio: la general, donde la normativa y supervisión del microcrédito forman parte de la ley general financiera que se aplica a la banca comercial y a las demás entidades de intermediación financiera en cada país; y la especializada, que enfoca su accionar a la actividad microcrediticia como un objeto diferente dentro de la regulación, definiendo reglas del juego de acuerdo al perfil de riesgo específico de este mecanismo.²

Como resultado de la investigación se encontró que en cuatro de los cinco países analizados (México es la excepción) se aplica un modelo

² En la sección anterior se evidenció que las microfinanzas no tienen establecida una definición normativa específica en los diferentes países del estudio. Por tanto, la regulación se circunscribe a los microcréditos en específico, en lugar de las microfinanzas en general.

de supervisión general, es decir, que en la ley existente para la banca comercial se incluyen aspectos básicos de la actividad microcrediticia, tales como la definición de microcrédito, su clasificación dentro de los créditos, el régimen de provisiones aplicable, los requisitos crediticios mínimos que deben cumplirse, las garantías permitidas y su contabilidad, de manera especial para el tratamiento de la morosidad.

México es el único país que regula los microcréditos de forma específica, conforme a las disposiciones de la Ley de Ahorro y Crédito Popular (LACP) y a la Ley para Regular las Actividades de las Sociedades Cooperativas de Ahorro y Préstamo (LRASCAP), que regulan las actividades de las sociedades cooperativas de ahorro y préstamo (SOCAPS) y las sociedades financieras populares (SOFIPOS), mismas que realizan la mayor parte de sus actividades en el segmento microfinanciero.

Algunas evaluaciones internacionales como la del Microscopio Global de Microfinanzas, elaborado por la Economist Intelligence Unit (2011), establecen una clasificación por país de la situación de los mercados microfinancieros, determinando si la regulación representa un obstáculo o no para el desarrollo del mercado, para el establecimiento de entidades reguladas y no reguladas, y para la capacidad de control y regulación de las autoridades locales.

Los resultados de esta evaluación en 2010, muestran que los países de la región latinoamericana y del Caribe ocupan un amplio rango de posiciones a nivel mundial, encontrándose entre las primeras diez posiciones Perú, Bolivia y Para-

guay; sin embargo, países como Trinidad y Tabago, Argentina, Uruguay, Jamaica y Venezuela, se ubicaron entre las diez últimas. Esta amplia diferencia se explica por el ritmo diferente de desarrollo de los mercados microfinancieros y de su regulación.

La evaluación del marco regulatorio realizada por el Microscopio Global de Microfinanzas en el ranquin de los 54 países incluidos a nivel mundial, sitúa a Paraguay en la 10ª posición y en la 14ª a Ecuador y El Salvador, en tanto que Colombia y México se encuentran en la 19ª. Incluso considerando que este ranquin percibe a las regulaciones de estos países como las que mejor apoyan el desarrollo del sector microfinanciero, la encuesta realizada para nuestro estudio muestra que la percepción de los participantes del mercado podría ser diferente, ya que el criterio está dividido entre las entidades que afirman que la normativa es favorable, como en los casos de México y Colombia, y las que consideran que no contribuye a estimular las microfinanzas (Ecuador y Paraguay).

La existencia de una normativa específica para las microfinanzas, como en el caso mexicano, parece ser el origen de una mejor percepción en el estímulo de las microfinanzas y su ayuda o apoyo para la creación de nuevos productos. Es notorio el gran número de actores que operan en microfinanzas en los países del estudio, lo cual hace más importante el tema de la normatividad para asegurar su solvencia y estabilidad financiera, dando protección y garantizando de alguna forma la confianza de sus asociados.

Por lo anterior, las particularidades propias

Cuadro 3

MODELOS DE REGULACIÓN DE LAS MICROFINANZAS, 2010

	<i>Ecuador</i>	<i>México</i>	<i>El Salvador</i>	<i>Colombia</i>	<i>Paraguay</i>
Modelo de regulación y supervisión	General	Específico	General	General	General

FUENTE: Encuesta del Estudio de Microfinanzas.

Cuadro 4

PERCEPCIÓN DE LA REGULACIÓN SOBRE LAS MICROFINANZAS, 2010

	<i>Ecuador</i>	<i>México</i>	<i>El Salvador</i>	<i>Colombia</i>	<i>Paraguay</i>
¿La normativa estimula las microfinanzas?	Sí 47% No 50%	Sí 71% No 17%	No contesta	Sí 60% No 40%	Sí 0% No 100%

FUENTE: Encuesta del Estudio de Microfinanzas.

NOTA: En este caso no existen respuestas a la pregunta, por lo tanto, los totales no suman 100%.

de las microfinanzas hacen necesaria una normativa que tome en cuenta tratamientos diferenciales para este segmento que permitan un mejor manejo y desarrollo de productos adecuados a la demanda y exigencias del sector microempresarial que atienden, y reconozca las diferencias en cuanto a las metodologías empleadas para el manejo de este tipo de créditos respecto a los que por tradición otorga la banca comercial a los demás sectores de la economía.

c) Perfil de los actores en el mercado microfinanciero y la profundización de servicios

Los principales operadores de las microfinanzas en los países objeto de estudio son las CAC, las sociedades cooperativas, las cajas solidarias y las ONG. El número de entidades varía de un país a otro y responde a la realidad de cada mercado. Cabe resaltar los casos de Brasil (con 1,367 cooperativas), Ecuador (con aproximadamente 1,100 CAC), México (aproximadamente 710 entidades el sector financiero popular) y Paraguay (con aproximadamente 419 CAC).

Como se observa, en cada país existe un importante número de entidades que operan en microfinanzas. Sin embargo, según algunos cálculos, el grado de profundización de servicios, que relaciona el número de usuarios o tomadores de préstamos con el potencial de microempresarios existentes, es muy bajo (64.3% para el caso de Ecuador en 2007 –ver Orellana, 2009–, 14.59% en México y 11.72% en Paraguay),³ lo que sugiere un amplio mercado desatendido que puede ser explotado por las entidades que se dedican a este sector.

El mercado principal de las CAC y otras IMF en los países consultados es el de los microempresarios, mismos que se dedican principalmente a las actividades de producción, comercio y servicios. La producción es la actividad más preponderante, seguida del comercio y los servicios.

Los asociados de las cooperativas consultadas residen en su mayoría en los sectores urbano y semiurbano (entre el 50% y 87%), mientras que en el sector rural residen entre el 12% y 49%. Por esta partición en el ámbito rural y urbano, las CAC deben estar preparadas y contar con metodologías adecuadas que les permitan atender a los asociados de ambos sectores.

Por otra parte, la oferta de productos y servicios que las entidades consultadas disponen para

sus asociados y clientes es muy variada. Destacan el microcrédito (consecuente con su mercado principal), el microahorro y en menor proporción el microseguro.

La mayor parte de las CAC consultadas están constituidas de manera jurídica como sociedades privadas bajo la supervisión de la autoridad de cada país y operan en el segmento de microcrédito de acumulación simple y acumulación ampliada (70% a 80%). Los montos de microcrédito concedidos oscilan entre 3,000 USD y 20,000 USD o su equivalente en cada país. Es importante resaltar que los montos promedio en cada país son menores si se considera a las entidades microfinancieras que atienden este segmento y que no son supervisadas y reguladas por el banco central o la superintendencia financiera.

d) Productos, servicios y metodología crediticia utilizada por las entidades

En todos los casos, el mercado principal de las CAC y de las otras IMF consultadas para el estudio son los microempresarios involucrados en las actividades de comercio, producción y servicios. La oferta de productos para los microempresarios incluye el microcrédito en primer lugar (ofrecido por el 100% de las entidades consultadas), seguido por el microahorro, pero en menor proporción (53%). En cuatro de los países consultados se ofertan además microseguros (44%). Los servicios de capacitación también forman parte de la oferta (33%), y otros servicios como tarjetas de crédito y débito se ofertan en proporciones menores.

La demanda de microahorro en las entidades consultadas no se relaciona con el microcrédito. Por ejemplo, en el caso de Ecuador la demanda de microcrédito es de 100% y de microahorro de 53%, lo que lleva a pensar que se puede fomentar la cultura del ahorro entre los usuarios de microcrédito.

Las entidades consultadas operan ofreciendo diversos tipos de cartera: comercial, consumo, vivienda y microcrédito. Desafortunadamente, el estudio no logró obtener información sobre la estructura de la cartera por tipo. Sin embargo, para el microcrédito se formuló una pregunta por separado, lo que permite estimar que la participación de la cartera de microcrédito en el total de la cartera de manera consolidada y por país oscila entre 4% y 24%, a excepción de las entidades consultadas de Ecuador, en donde la

³ No existen datos para los otros países.

Cuadro 5

ENTIDADES DEL SISTEMA FINANCIERO EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE, A DICIEMBRE DE 2009

País	Instituciones		
	Tipo	Número	Supervisadas por la SB o el BC
Argentina	Cajas de crédito	2	2
	Cooperativas de crédito ^a	280	0
	Bancos cooperativos	1	1
	Bancos	118	
Bolivia	CAC abiertas ^d	24	24
	CAC societarias ^d	82	51
	CAC laborales	21	
	Bancos	12	
Brasil	Cooperativas de crédito	1,367	1,367
	Cooperativas centrales	38	38
	Bancos cooperativos	2	
	Bancos	154	
Chile	CAC ^c	5	5
	CAC (DECOOP) ^c	37	
	Bancos	25	
Colombia	CAC ^d	195	0
	Cooperativas de grado superior	1	1
	Caja central	7	7
	Bancos	18	
Costa Rica	CAC ^a	33	
	CAC supervisadas	32	32
	Bancos	16	
Ecuador	CA ^a	1,100	
	CAC supervisadas	37	37
	Caja central	1	1
	Bancos	25	
El Salvador	Bancos cooperativos	6	6
	CAC no supervisadas	100	
	Bancos trab. y cajas no supervisadas	43	
	Bancos	13	
Guatemala	CAC ^e	243	0
	Bancos	18	
Honduras	CAC ^f	130	0
	Bancos	17	
México	SOCAP autorizadas	53	56
	SOCAP no autorizadas	614	
	Bancos	43	
Nicaragua	CA ^a	nd	nd
	Bancos	7	
Panamá ^g	CAC	161	0
	Bancos	44	
Paraguay	CAC	419	0
	Bancos	15	
Perú	CAC	161	161
	Bancos	17	
República Dominicana	CAC ^h	14	0
	Bancos	18	
Uruguay	Cooperativas de intermediación	1	1
	Cooperativas de capitalización	100	
	Bancos	14	
Venezuela	CA ^a	nd	0
	Bancos	50	

^a No hay datos exactos; datos estimados (respectivamente atrasados/desactualizados). ^b En proceso de incorporación a la supervisión de la ASFI. ^c Datos del DECOOP que incluyen las CAC supervisadas por la SBIF y el DECOOP. ^d Supervisadas por la Supersolidaria (SES). ^e Datos de 27 CAC afiliadas a FENACOAC. ^f Datos de 77 CAC afiliadas a FACA. ^g Todo el centro bancario internacional. ^h Afiliadas a AIRAC.

Cuadro 6

NÚMERO DE ENTIDADES EN EL MERCADO MICROFINANCIERO, 2010

	<i>Ecuador</i>	<i>México</i>	<i>El Salvador</i>	<i>Colombia</i>	<i>Paraguay</i>
Número de entidades	1,163	720	32	58	434

FUENTE: Durán (2010).

NOTA: En el caso de El Salvador y Colombia los totales corresponden solo al número de entidades financieras supervisadas que manifestaron realizar opiniones en el segmento de microcrédito.

cartera de microcrédito respecto al total de la cartera es de 59.3%.

En relación a los segmentos de las diferentes operaciones de microcrédito, se observa que en todos los casos se ofrecen créditos en el segmento de acumulación simple (entre 52% y 100% de las entidades incluidas), para microcréditos con montos desembolsados de 3,000 USD a 10,000 USD. Por otra parte, en todos los países, excepto México, se ofrecen microcréditos en el segmento de acumulación ampliada, es decir por montos superiores a los 10.000 USD. Finalmente, los microcréditos de subsistencia o minoristas, por montos menores a los 3,000 USD, están pre-

sentes en todos los países excepto en El Salvador.

Los consultores de la DGRV en cada país consideran que en algunos casos los porcentajes mostrados en el cuadro 8 podrían no corresponder a la realidad, debido a una inadecuada clasificación contable. Sin embargo, cuando se consultaron los criterios para clasificar la cartera de crédito, la mayoría de las entidades consultadas respondieron que se realiza de acuerdo a disposiciones del ente regulador.

Respecto al uso de metodologías crediticias, las entidades consultadas respondieron que sí utilizan una metodología específica (74% a 100%) para otorgar operaciones de microcrédito,

Cuadro 7

MERCADOS, PRODUCTOS Y METODOLOGÍA DE LAS MICROFINANZAS, 2010

	<i>Ecuador</i>	<i>México</i>	<i>El Salvador</i>	<i>Colombia</i>	<i>Paraguay</i>
	<i>(En porcentajes)</i>				
Mercado principal	Microempresarios	Microempresarios	Microempresarios	Microempresarios	Microempresarios
Oferta de productos	Microcréditos, microahorros, capacitación	Microcréditos, microahorros, capacitación	Microcréditos, microahorros, capacitación	Microcréditos, microahorros, capacitación	Microcréditos, microahorros, capacitación
Metodología para microcrédito	Sí, 74.3% No, 25.7%	Sí, 17.1% No, 82.9%	Sí, 100.0% No, 0.0%	Sí, 80.0% No, 20.0%	Sí, 88.9% No, 11.1%

FUENTE: Encuesta del Estudio de Microfinanzas.

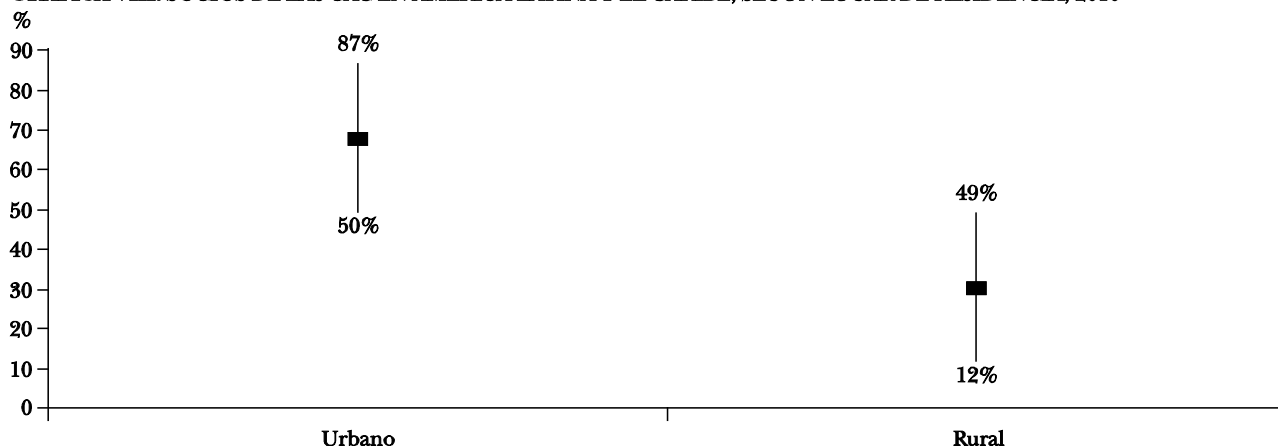
NOTA: En algunos casos no hay respuesta a la encuesta, por lo tanto los totales no suman 100%.

Cuadro 8

SEGMENTOS DE MICROCRÉDITO ATENDIDOS POR LAS CAC E IMF DEL ESTUDIO, 2010

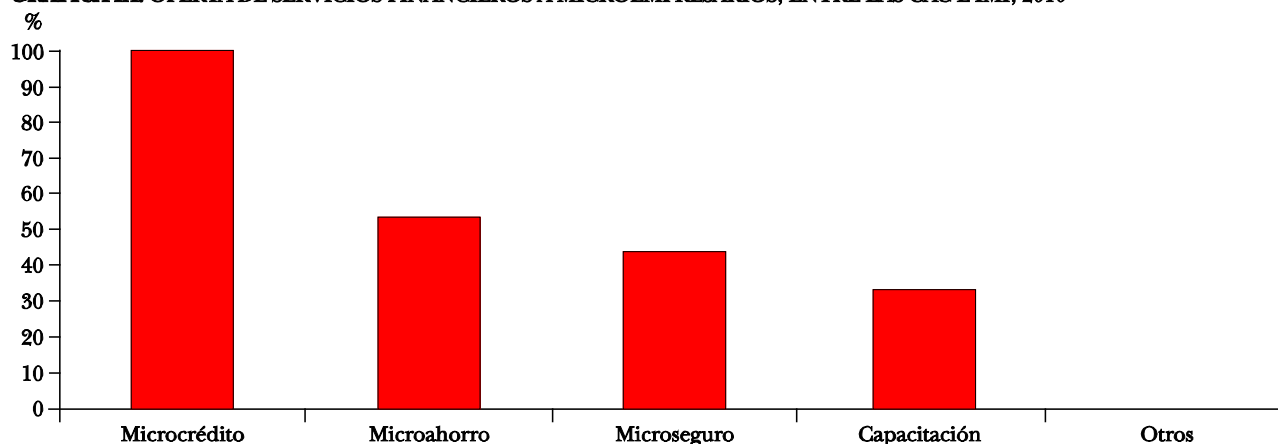
	<i>Ecuador</i>	<i>México</i>	<i>El Salvador</i>	<i>Colombia</i>	<i>Paraguay</i>
	<i>(En porcentajes)</i>				
Acumulación ampliada	24.3%	-	100%	40%	100%
Acumulación simple	80%	71.4%	52.6%	70%	100%
Subsistencia o minorista	8.6%	28.5%	-	30%	77.8%

GRÁFICA VIII. SOCIOS DE LAS CAC EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE, SEGÚN LUGAR DE RESIDENCIA, 2010



FUENTE: Encuesta del Estudio de Microfinanzas.

GRÁFICA IX. OFERTA DE SERVICIOS FINANCIEROS A MICROEMPRESARIOS, ENTRE LAS CAC E IMF, 2010



FUENTE: Encuesta del Estudio de Microfinanzas.

Cuadro 9

ESTRATEGIAS PARA LA CAPTACIÓN DE SOCIOS EN LAS CAC, 2010

	<i>Ecuador</i>	<i>México</i>	<i>El Salvador</i>	<i>Colombia</i>	<i>Paraguay</i>
Estrategias para captar socios	Promoción de productos, llamadas telefónicas y visitas personales	Promoción de productos, llamadas telefónicas y visitas personales	Promoción de productos, llamadas telefónicas y visitas personales	Promoción de productos, llamadas telefónicas y visitas personales	Promoción de productos, llamadas telefónicas y visitas personales

FUENTE: Encuesta del Estudio de Microfinanzas.

excepto en el caso de México, donde sólo el 17% del total de entidades consultadas afirmó tener una metodología. La de crédito individual es la más utilizada (87%), en tanto que la grupal es aplicada en menor proporción (13%).

El porcentaje de entidades consultadas que no disponen de metodología crediticia se ubica entre 11% y 26% (cuadro 7), aspecto que merece atención, dado que servicios como el microcrédito exigen una tecnología especializada para la

evaluación, colocación, administración y control del riesgo crediticio de este tipo de cartera.

e) Clientes que se transforman en asociados y las estrategias aplicadas por las CAC para captar socios

Sólo en dos países del estudio hay entidades que trabajan con socios y clientes; en los otros las CAC solamente trabajan con socios. En las que

tienen clientes se les preguntó el número que se transforman en asociados; el porcentaje es bajo: 13% en Ecuador y 3% en Colombia, lo cual implica que existe un importante mercado potencial sin explotar. Los productos que demandan los nuevos asociados son en su mayoría el microcrédito (66% promedio), microahorro (35%) y otros servicios (31% en Ecuador y 17% en Colombia).

Las estrategias que aplican las CAC para captar nuevos asociados son en primer lugar la promoción de productos (77% al 94%), después las visitas personales (50%), rifas y premios (33%); la capacitación y las llamadas telefónicas (30%) son estrategias utilizadas en menor proporción. La capacitación es la estrategia de menor práctica. Lo anterior llama la atención, ya que ésta es una actividad que las entidades no deberían descuidar, a pesar de representar un gran desafío debido a la heterogeneidad del sector de microempresarios.

Bibliografía

- Adams, Dale (1995), *Using credit unions as conduits for micro-enterprise lending: Latin-American insights*, Enterprise and Cooperative Development Department, International Labour Office Geneva (Working Paper, núm. 12).
- ANDARES, Fundación para el Desarrollo de las Microfinanzas (2009), *Conurbano: medio millón apto para el microcrédito*; disponible en: <www.fundacionandares.org/index.php?pid=21>.
- Banco Central del Ecuador (2010), Estadísticas; disponible en: <www.bce.fin.ec/>.
- Banco Central del Paraguay (2010), Estadísticas; disponible en: <www.bcp.gov.py/>.
- Banco Central de Reserva de El Salvador (2010), *Estadísticas*; disponible en: <www.bcr.gov.sv/?lang=es>.
- Banco de la República, de Colombia (2010), Estadísticas; disponible en: <www.banrep.gov.co/>.
- Banco de México (2010), Estadísticas; disponible en: <www.banxico.org.mx/>.
- Departamento Administrativo Nacional de Estadística, Colombia (2010), Estadísticas; disponible en: <www.dane.gov.co/daneweb_V09/index.php?option=com_content&view=article&id=175&Itemid=28>.
- Dirección General de Estadísticas, Encuestas y Censos, Paraguay (2010), Estadísticas; disponible en: <www.dgeec.gov.py/>.
- División de Desarrollo Económico de la CEPAL (2009), *Estudio económico de América Latina y el Caribe: políticas para la generación de empleo de calidad, 2008-2009*, Naciones Unidas, Santiago, octubre.
- Durán, Álvaro (2010), *Datos y ranking de cooperativas de ahorro y crédito en América Latina y el Caribe*, DGRV, San José, Costa Rica.
- Economía Solidaria (2010), *¿Qué es la economía de solidaridad?*; disponible en: <www.economiasolidaria.net/ecosolidaria/index.php>.
- Economist Intelligence Unit (2011), *Global Microscope on the Microfinance Business environment 2010*, London, United Kingdom.
- Guzmán, Diego (2009), *Retos y desafíos de las Microfinanzas en América Latina ante la crisis*, Encuentro Centroamericano de Microfinanzas, San Salvador, El Salvador.
- Instituto Nacional de Estadística y Censos de El Salvador (2010) Estadísticas; disponible en: <www.inec.gov.ec>.
- Instituto Nacional de Estadística y Geografía, de México (2010), Estadísticas; disponible en: <www.inegi.org.mx/>.
- Instituto Nacional de Estadísticas y Censos, Ecuador (2010), Estadísticas demográficas; disponible en: <www.inec.gob.ec/web/guest/inicio>.
- Llisterri, J., y J. García-Alba (2008) *HGSMEs in Latin American Emerging Economies*, preparado para: "The OECD Kansas City Workshop".
- Microfinance Information Exchange (2009), *Benchmarking de las Microfinanzas en México: un informe del sector*, México D. F.
- Oiko Credit (2010), *¿Qué son las microfinanzas?*; disponible en: <www.oikocredit.org/es/conozcanos/microfinanzas/que-son-las-microfinanzas>.
- Orellana, Enrique (2009), *Las Finanzas Sociales y Solidarias en el Ecuador: verdades y desafíos*, Swisscontact, Quito, Ecuador.
- Pedroza, Paola (2010), *Microfinanzas en América Latina y el Caribe: el sector en cifras*, FOMIN (miembro del Grupo BID).
- PRODESARROLLO (2009), *Benchmarking de las microfinanzas en México: un informe del sector*, Finanzas y Microempresa, A. C. y Microfinance Information Exchange, México D. F.
- Saltos, G., y L. Vásquez (2010), *Ecuador su realidad 2009-2010*, Fundación de Investigación y Promoción Social José Peralta, Quito, Ecuador.
- Tobar M., P. (2008), *Profundización financiera de la microempresa*, Subdirección de Estudios, Superintendencia de Bancos y Seguros, Quito.

Sorteando la tormenta mundial: beneficios de la reforma de política monetaria en cinco países latinoamericanos*

*Jorge Iván Canales-Kriljenko
Luis I. Jácome H.
Ali Alichí
Ivan Luís de Oliveira Lima*

I. Introducción

En América Latina los países conocen por experiencia el costo de la inestabilidad macroeconómica y financiera. Muchos han pasado por crisis recurrentes que han tenido un alto costo en el crecimiento económico y que han suscitado inestabilidad social. Por lo general, estas crisis se desataron por choques exógenos, que develaron vulnerabilidades macroeconómicas o financieras, los cuales a menudo condujeron a colapsos simultáneos¹ de la moneda y de la banca. La crisis ocasionó frustración social, dado que grandes grupos de la población perdieron sus empleos, su ingreso real y sus ahorros.

Desde finales del decenio de los noventa, muchos países latinoamericanos han mejorado de modo significativo sus políticas macroeconómicas y financieras. Las mejoras de las políticas macroeconómicas dieron como resultado mayores reservas internacionales, menos deuda externa y mejores perfiles de deuda pública. Además, los países latinoamericanos fortalecieron sus marcos de regulación y de supervisión, y por ende redu-

jeron vulnerabilidades en las instituciones financieras nacionales.

Muchos países latinoamericanos adoptaron también reformas estructurales de gran alcance, incluyendo la aprobación de nuevas leyes para el banco central. La nueva legislación incrementó la autonomía de los bancos centrales y enfocó su mandato en la preservación de la estabilidad de precios. A cambio, los bancos centrales fueron considerados responsables por la mayor autoridad que recibieron y en relación directa con sus metas de política.

Con base en estos fundamentos institucionales algunos países latinoamericanos fueron pioneros en mejorar sus marcos de política monetaria de forma significativa adoptando un marco de metas de inflación. En particular, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú (grupo de países AL5) adoptaron metas de inflación entre 1999 y 2002. Este marco proporcionó flexibilidad a la política monetaria y se convirtió en una alternativa para el manejo del tipo de cambio o el uso de metas monetarias tradicionales como ancla nominal.

Con bases institucionales más fuertes y con el apoyo de su marco de metas de inflación, los bancos centrales del AL5 ganaron credibilidad acerca de la conducción de la política monetaria. En una región azotada durante decenios por una inflación muy alta –Brasil y Perú presentaron tasas de cuatro dígitos a principios de los años noventa– los bancos centrales del AL5 lograron anclar las expectativas de inflación durante los años dos mil. Como resultado, ganaron credibilidad como instituciones comprometidas con el objetivo de la estabilidad de precios.

* El CEMLA publica, con la debida autorización, la traducción del artículo de J. I. Canales-Kriljenko, L. I. Jácome H., A. Alichí, e I. L. de Oliveira Lima, con el título “Weathering the Global Storm: the Benefits of Monetary Reform in the LA5 Countries”. Correos electrónicos: <jcanaleskriljenko@imf.org; ljacome@imf.org; aalichi@imf.org; ioliveiralima@imf.org>.

¹ Consultar Kaminsky y Reinhart (1998 y 1999), que incluyen en la muestra varias crisis latinoamericanas desde el decenio de los ochenta hasta mediados de los noventa, y a Jácome (2008) para crisis financieras que ocurrieron desde mediados de los años noventa en adelante.

Con el apoyo de bases macroeconómicas y financieras más sólidas, una política monetaria creíble permitió al AL5 manejar con éxito la considerable tensión durante la reciente crisis mundial. Gracias a la flexibilidad de los marcos de metas de inflación, los bancos centrales reaccionaron rápidamente y con decisión para hacerles frente a los efectos del aumento de los precios de los alimentos y de los productos básicos a nivel mundial en 2007-2008 y posteriormente al efecto de la crisis financiera en el mundo industrial.

El presente artículo destaca los principales elementos de reforma del banco central en los países AL5 y los beneficios de la credibilidad respecto de la política monetaria como consecuencia del reciente entorno adverso en el exterior. La experiencia de los bancos centrales del AL5 puede ser útil para aquellos países que buscan mejorar la eficacia de la política monetaria y estar mejor preparados para hacer frente a los choques externos recurrentes. El artículo se organiza de la siguiente manera: en la sección II se describen brevemente las reformas adoptadas por los bancos centrales del AL5 relativas a las áreas institucionales, políticas y operativas. En la sección III se documenta la forma en la cual los bancos centrales del AL5 usaron la flexibilidad de la política monetaria mejorada para responder a la presión inflacionaria derivada de los altos precios de los combustibles y de los alimentos, y luego de los repentinos flujos de capital y presiones deflacionarias causados por la crisis financiera mundial.² En la sección IV se reflexiona acerca de la experiencia del AL5 y la literatura en general para proporcionar recomendaciones clave para otros bancos centrales que aspiran a fortalecer la eficacia de la política monetaria.

II. Cimientos para aumentar la eficacia de la política monetaria

Durante los últimos 20 años, los bancos centrales del AL5 llevaron a cabo una reforma integral. Se dieron importantes cambios institucionales, de política y operativos (consultar el anexo 1). En cuatro de los cinco países se promulgó nueva legislación para el banco central.³

² El artículo cubre acontecimientos hasta mediados de 2010.

³ Chile (1989), Colombia (1992), México (1993) y Perú (1993) aprobaron una nueva ley del banco central. Aunque Brasil no aprobó ninguna nueva ley para el banco central, si

Los cinco bancos centrales adoptaron metas de inflación y mejoraron el uso de instrumentos basados en el mercado para guiar la política monetaria. Estas reformas incrementaron la capacidad de los bancos centrales para conducir con eficacia la política monetaria, lo cual ayudó a llevar la inflación a niveles históricamente bajos.⁴ Con el tiempo, los bancos centrales del AL5 adquirieron credibilidad y se ganaron la reputación de estar comprometidos con la estabilidad de precios, lo cual fue vital para sobrellevar la reciente crisis sin experimentar trastornos económicos importantes.

1) *Mejoramiento de la autonomía y responsabilidad del banco central*

Nuevas legislaciones fortalecieron la autonomía de los bancos centrales.⁵ Les dieron a los bancos centrales el mandato principal de centrarse en preservar la estabilidad de precios y les otorgaron independencia para tomar las decisiones políticas necesarias a fin de cumplir su mandato. En la mayoría de países, un hito en esta reforma fue desvincular las decisiones políticas del ciclo político nombrando a los miembros de la junta del banco central por un periodo mayor que –o diferente de– el período presidencial. Adicionalmente, algunas leyes limitaron y otras prohibieron que el banco central hiciera préstamos al gobierno. Las leyes también otorgaron a los bancos centrales la libertad de escoger las operaciones monetarias que consideraban idóneas para alcanzar sus metas. A la mayoría de bancos centrales se les asignó autonomía de instrumentos y de meta (cuadro 1), una práctica que no es común en países avanzados con metas de inflación, donde la mayoría de los bancos centrales gozan únicamente de autonomía de instrumentos.⁶

fortaleció las bases de la política monetaria aprobando en 1999 una legislación de menor rango para establecer metas de inflación.

⁴ Pare reducir la inflación, es igualmente importante mantener la política fiscal controlada.

⁵ Para un análisis exhaustivo de la reforma de los bancos centrales en América Latina, consultar a Carstens y Jácome, 2005.

⁶ Consultar Heenan *et al.*, 2006. Nosotros no sugerimos que tener autonomía de instrumentos y metas funcione necesariamente mejor siempre y en todo lugar. Por ejemplo, en Australia, Canadá, Nueva Zelanda y el Reino Unido, la meta de inflación la fija ya sea el gobierno o el

Cuadro 1

AL5: ARREGLOS INSTITUCIONALES CLAVE PARA METAS DE INFLACIÓN A FINALES DE 2009

<i>Países</i>	<i>Fecha de adopción</i>	<i>Tipo de autonomía del banco central^a</i>	<i>Órgano de toma de decisiones</i>	<i>Composición de la junta de gobierno del banco central</i>	<i>Frecuencia de las reuniones de política</i>
Brasil	Jun. de 1999	Instrumento	Junta de gobierno8 internos del banco central		Cada 6 semanas
Chile	Sep. de 1999	Meta + instrumento	Junta de gobierno5 internos del banco central		Mensual
Colombia	Sep. de 1999	Meta + instrumento	Junta de gobierno6 internos del banco central	Ministerio de finanzas	Mensual
México	Ene. de 2001	Meta + instrumento	Junta de gobierno5 internos del banco central		Mensual
Perú	Ene. de 2002	Meta + instrumento	Junta de gobierno1 interno del banco central	6 externos	Mensual

^a Los bancos centrales tienen autonomía en la meta cuando ellos fijan el objetivo de inflación sin que necesariamente lo acuerden con el gobierno. Los bancos centrales tienen, sólo, autonomía en el instrumento cuando son libres de escoger la política para alcanzar el objetivo.

Las leyes ponen a las juntas directivas de los bancos centrales a cargo de las decisiones políticas. En contraste con los bancos centrales del AL5, en otros bancos centrales con metas de inflación, un comité de política monetaria realiza esta tarea (por ejemplo, Corea, Nueva Zelandia, Tailandia, Sudáfrica y el Reino Unido).⁷ El ordenamiento vigente de las juntas directivas de los bancos centrales del AL5 difiere ligeramente de los de muchos otros bancos centrales con metas de inflación. Con excepción de Perú, los miembros de las juntas directivas están a tiempo completo, a diferencia de otros bancos centrales con metas de inflación en los países avanzados y emergentes, donde la junta directiva también incluye miembros externos (por ejemplo, el Reino Unido, Australia, Hungría y Filipinas). Adicionalmente, en Colombia el ministro de Finanzas preside la junta directiva y en Chile el ministro de Finanzas puede participar en sesiones de la junta directiva sin voto decisivo.⁸

Las nuevas leyes fortalecieron también la rendición de cuentas del banco central ante los mercados y la sociedad en general. Los bancos se hicieron responsables de alcanzar metas de in-

flación y de divulgar y explicar sus políticas y metas (consultar el anexo 1). La mayoría de las leyes del banco central requieren que los gobernadores del banco central expliquen el comportamiento de la inflación y de la política monetaria, así como las perspectivas, ante el cuerpo legislativo. Antes de la reforma legal los bancos centrales sólo tenían que preparar y publicar un informe anual. En la práctica, estos informes no ayudaron a que los participantes del mercado tomaran decisiones ni a guiar las expectativas de inflación.

La autonomía y rendición de cuentas de los bancos centrales del AL5 es alta comparada con las de los bancos centrales de otros países de mercados emergentes y en desarrollo. Luego de las reformas legales, la autonomía y rendición de cuentas de los bancos centrales aumentó de manera radical y con una métrica similar a la usada en la literatura, casi indiscutiblemente se triplicaron.⁹ El índice que usamos sopesa las disposiciones legales que fortalecen la autonomía y rendición de cuentas y, por ende, expande el índice Cukierman y otros índices que sólo se enfocan en la autonomía de los bancos centrales.¹⁰ Actualmente, los bancos centrales del AL5 se encuentran

gobierno y el banco central y esto ha demostrado que funciona bien.

⁷ Para una revisión actualizada de los ordenamientos en los bancos centrales, consultar a Roger (2009).

⁸ Sin embargo, el ministro de Finanzas está facultado para solicitar la adopción de políticas específicas e incluso suspender hasta por dos semanas cualquier decisión tomada por la junta directiva, a menos que dicha decisión sea ratificada unánimemente en la misma sesión.

⁹ Para estimaciones previas, esto es, la situación antes de la reforma, consultar a Jácome y Vázquez (2008).

¹⁰ Consultar Cukierman *et al.* (1992). El índice usado en este artículo también toma en cuenta importantes tendencias institucionales que actualmente están consideradas como las mejores prácticas a nivel mundial relativas a la autonomía y responsabilidad del banco central (consultar a Canales-Krijenko *et al.*, 2010).

Cuadro 2

AUTONOMÍA DEL BANCO CENTRAL EN EL AL5 Y EN OTROS PAÍSES HASTA 2009

Países AL5	Índice CWNE index	Otros países de América Latina	Índice CWNE	Otros países con metas de inflación seleccionados	Índice CWNE
Brasil ^a	0.81	Argentina	0.78	Indonesia	0.91
Chile	0.95	Costa Rica	0.68	Polonia	0.85
Colombia	0.82	Guatemala	0.73	República Checa	0.86
Perú	0.88	República Dominicana	0.81	Tailandia	0.79
México	0.85	Uruguay	0.75	Turquía	0.81

FUENTE: Base de datos sobre legislación de banca central del FMI y cálculos de los autores.

^a Incorpora las provisiones del decreto presidencial que estableció el régimen de metas de inflación en 1999.

entre los bancos centrales más autónomos de América Latina y son, al menos, similares a bancos centrales de otros mercados emergentes que también cambiaron considerablemente la legislación de su banco central (cuadro 2).¹¹

2) Adopción de un marco apropiado de política monetaria

Con un claro mandato relativo a la estabilidad de precios, cada uno de los bancos centrales del AL5 adoptó un régimen de metas de inflación como su nuevo marco de política monetaria. Las metas de inflación proporcionaron un ancla a las expectativas inflacionarias y tomaron en consideración la flexibilidad acrecentada de la política monetaria, incluyendo el ámbito del tipo de cambio. Los bancos centrales afinaron sus marcos de metas de inflación gradualmente durante un decenio. Para medir el éxito de la política monetaria, todos escogieron rangos de meta de inflación o una meta de puntos de inflación con algunas bandas de tolerancia.¹² Actualmente las metas de inflación se establecen indefinidamente, excepto en Brasil y Colombia, en donde los bancos centrales revisan y pueden cambiar la meta de inflación anualmente. Todos usan el índice de precios al consumidor como medida meta y el plazo para devolver a la inflación a la

meta es de un año, excepto en Chile, en donde es de hasta dos años (cuadro 3).¹³

El nuevo marco de política también requirió alguna reorganización de los departamentos importantes del banco central. Por ejemplo, el Banco Central de Brasil creó en 1999 un nuevo Departamento de Investigación para centralizar las actividades de modelación económica y pronóstico de inflación.¹⁴ Asimismo, el Banco Central de Reserva de Perú, en el 2005 reemplazó la organización sectorial (monetaria, fiscal, externa, real y global), que respondía a la lógica de programación financiera, con un ordenamiento institucional que abarca procesos de estadísticas macroeconómicas, economía internacional, política monetaria, análisis macroeconómico e investigación.

Los bancos centrales del AL5 mejoraron en comunicar la justificación de su estrategia política y sus decisiones individuales de política. El cuadro 4 sugiere que su transparencia mejoró notablemente luego de la adopción de las metas de inflación.¹⁵ Después de introducir las metas de inflación, los bancos centrales del AL5 adoptaron un enfoque de vanguardia explicando a los participantes del mercado a donde se dirigía la política monetaria. Desde principios del decenio anterior, los bancos centrales del AL5 preparan y divulgan públicamente los informes de política monetaria o de inflación tres o cuatro veces al año y, más recientemente, también preparan y difunden informes de estabilidad financiera. Los bancos deciden el nivel de la tasa de referencia

¹¹ Estos índices se basan en indicadores *de jure* (de derecho) de la autonomía y la rendición de cuentas de los bancos centrales, y en la práctica la autonomía y rendición de cuentas reales pueden diferir *de facto* de lo que sugieren los índices.

¹² Antes de introducir metas de inflación, algunos bancos centrales ya habían fijado y anunciado una meta inflacionaria para cada año fiscal (Chile y Colombia desde 1991), pero estas metas eventualmente entrarían en conflicto con otras variables relevantes, como el tipo de cambio.

¹³ Consultar Gredig *et al.* (2008) para un análisis de la justificación de la tolerancia de inflación, aplicada a Chile en comparación con otros países con metas de inflación.

¹⁴ Consultar Bogdansky *et al.*, 2000.

¹⁵ El índice de transparencia corresponde al usado por Crowe y Meade (2008).

Cuadro 3

PARÁMETROS CLAVE ACERCA DE LOS REGÍMENES DE METAS DE INFLACIÓN EN PAÍSES DEL AL5 HASTA FINALES DE 2009

<i>Países</i>	<i>Cambio más reciente en la meta de inflación</i>	<i>Meta para la tasa de inflación</i>	<i>Medida utilizada para la meta</i>	<i>Frecuencia de las revisiones de la meta de inflación</i>	<i>Horizonte para retornar la inflación a su meta</i>
Brasil	Jun. de 2003	4.5% ± 2%	IPC	Cada año ^a	1 año
Chile	Sep. de 1999	2% – 4%	IPC	No se revisa	2 años
Colombia	Oct. de 2009	2% – 4%	IPC	Cada año ^b	1 año
México	Ene. de 2003	3% ± 1%	IPC	No se revisa	1 año
Perú	Ene. de 2002	2% ± 1%	IPC	No se revisa	1 año

FUENTE: sitios web de los bancos centrales.

^a En Brasil, el Consejo Monetario Nacional (ver anexo 1) fija la meta de inflación para el final de cada año (t) a final de junio dos años antes (t-2). ^b El Banco de la República, de Colombia tiene una meta de inflación a largo plazo y revisa la meta anualmente para el siguiente año.

Cuadro 4

TRANSPARENCIA DE LOS BANCOS CENTRALES DEL AL5 (ANTES Y DESPUÉS DE LA ADOPCIÓN DE METAS DE INFLACIÓN)

	<i>Brasil</i>		<i>Chile</i>		<i>Colombia</i>		<i>México</i>		<i>Perú</i>	
	<i>Antes</i>	<i>Después</i>	<i>Antes</i>	<i>Después</i>	<i>Antes</i>	<i>Después</i>	<i>Antes</i>	<i>Después</i>	<i>Antes</i>	<i>Después</i>
1. Meta por mandato ^a	0.5	0.5	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.5	1.0	1.0
2. Meta numérica explícita para la inflación	1.0	0.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.0
3. El banco central publica las encuestas de mercado utilizadas para estimar las expectativas de inflación	1.0	0.0	1.0	0.0	1.0	0.0	1.0	0.0	1.0	0.0
4. El banco central publica análisis prospectivos como pronósticos	1.0	0.0	1.0	0.0	1.0	0.0	1.0	0.0	1.0	0.0
5. El banco central publica minutas de las reuniones de política	1.0	0.0	1.0	0.0	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
6. El banco central publica los patrones de votación de las reuniones de política	1.0	0.0	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
7. El banco central publica explicaciones el mismo día de cambio de política	1.0	0.0	1.0	0.0	1.0	0.0	1.0	1.0	1.0	0.0
8. El banco central publica explicaciones el mismo día en que decide no hacer cambios de política	1.0	0.0	1.0	0.0	1.0	0.0	1.0	0.0	1.0	0.0
9. El banco central publica la discusión de riesgos para perspectivas o pronósticos	1.0	0.0	0.5	0.0	1.0	0.0	1.0	0.0	1.0	0.0
10. El banco central publica discusiones acerca de los choques o errores de pronóstico después de los hechos	1.0	0.0	1.0	0.0	1.0	0.0	1.0	0.0	1.0	0.0
<i>Totales</i>	<i>9.5</i>	<i>0.5</i>	<i>9.5</i>	<i>2.0</i>	<i>9.0</i>	<i>2.0</i>	<i>8.0</i>	<i>2.5</i>	<i>8.0</i>	<i>1.0</i>
Diferencia (después – antes)	9.0		7.5		7.0		5.5		7.0	

FUENTE: encuesta entre todos los bancos centrales del AL5.

^a Con base en la legislación de la banca central, no se consultó en la encuesta.

en reuniones anunciadas, divulgan la justificación detrás de su decisión de tasa y otras decisiones políticas y algunos publican las minutas de las reuniones de su junta directiva (Brasil, Chile y Colombia). En general, los bancos centrales del AL5 se comunican constantemente con el mercado y emiten boletines de prensa si es necesario.¹⁶ Los bancos centrales también ponen a disposición datos sobre opiniones del mercado relativas a variables macroeconómicas, en particular, sobre expectativas relativas a inflación y actividad económica, así como los pronósticos del banco central. Del mismo modo, los bancos centrales producen material básico para educar agentes económicos y lo tienen disponible en sus sitios web.¹⁷

A pesar de todo este avance, aún hay espacio para mejorar las bases institucionales de la política monetaria. Por ejemplo, Brasil podría ratificar la autonomía del banco central en la legislación, aunque en la práctica el banco central ha gozado de autonomía *de facto* por más de 16 años. Los bancos centrales en Colombia y Perú podrían separar más la selección de los miembros de junta directiva de su banco central del ciclo político, mientras que México y Chile podrían requerir gobiernos que mantengan niveles adecuados de capital de banco central para fortalecer su independencia financiera.¹⁸

3) Mejoramamiento del marco operativo

Los bancos centrales del AL5 modernizaron sus marcos operativos. Coincidieron al escoger

¹⁶ El Banco Central de Brasil creó incluso el Grupo de Relaciones con Inversionistas en 1999 con objeto de mejorar la comunicación de dos vías con el sector privado, en particular con inversionistas, para apoyar la eficacia de las metas de inflación.

¹⁷ Como pasos en esta dirección está la nota del Banco de México explicando las metas de inflación (*Esquema de objetivos de inflación*) y preguntas y respuestas sobre política monetaria en México. En Brasil, el banco central colocó en su sitio web una sección de preguntas frecuentes que cubrían más de 40 áreas, incluyendo preguntas y respuestas sobre el régimen de metas de inflación (*Regime de metas para a inflação no Brasil*), sobre el comité de política monetaria (*Copom*), y sobre deuda pública y operaciones de mercado abierto (*Gestão da dívida mobiliária e operações de mercado aberto*). El Banco de Chile preparó un documento donde explica su política monetaria (*La política monetaria en el Banco Central de Chile*), aunque este análisis está dirigido a un público especializado.

¹⁸ Para un análisis sobre los beneficios de tener bancos centrales adecuadamente capitalizados, consultar a Stella (2005).

una tasa de interés de corto plazo (la tasa oficial de referencia) como su meta operativa. Los bancos centrales de Brasil, Chile, México y Perú escogieron una meta para una tasa de interés a un día basada en el mercado. A su vez, el Banco de la República, de Colombia, escogió una tasa de banco central, denominada tasa de interés mínima para las subastas de aporte de liquidez diarias a un día. La transición fue rápida en Brasil, Chile y Colombia pero tardó más tiempo en México y Perú.¹⁹

Para acercar las tasas de interés de corto plazo a la tasa oficial de referencia, los bancos centrales del AL5 efectúan operaciones de mercado abierto. Piden prestado o prestan reservas bancarias (lo que por lo general se conoce como administración de la liquidez) para mantener su oferta y demanda en equilibrio y las tasas del mercado interbancario cerca de la tasa oficial de referencia. El Banco de México es un acreedor neto y tiene una posición neta de activos con bancos, mientras que los bancos centrales de Brasil, Chile y Perú por lo general –aunque no siempre– son prestatarios netos de créditos y tienen un pasivo neto. El Banco de la República, de Colombia, ha tenido casi siempre una posición neta de activos en los últimos cinco años, lo que ocasionalmente se transformó en un pasivo neto. Todos los bancos centrales del AL5 recurren a operaciones con pacto de recompra de valores para prestar en moneda local. El Banco de México además aporta liquidez por medio de créditos con garantía (garantizados por los depósitos obligatorios en el banco central). Los bancos centrales de Chile y Perú emiten sus propios valores para retirar (pedir prestado) liquidez. El banco central brasileño recurre a préstamos con compromiso de recompra de valores del gobierno y el Banco de la República, de Colombia, emite depósitos a plazo.

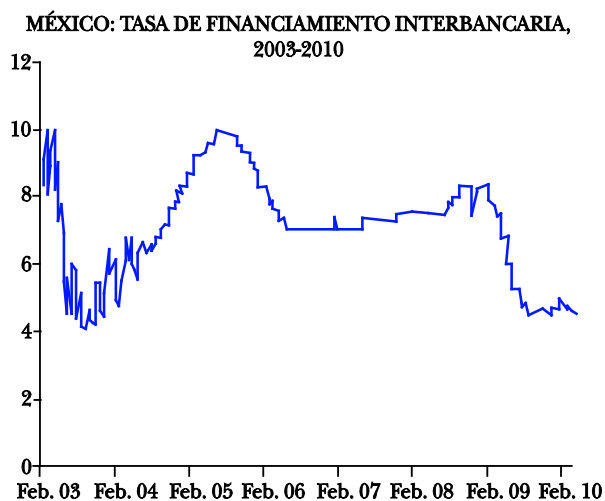
Los bancos centrales se basan en pronósticos de liquidez para guiar sus operaciones de mercado abierto. Han desarrollado medios eficientes para anticipar factores que podrían conducir a desequilibrios de liquidez, los cuales, a su vez,

¹⁹ En otros regímenes de política monetaria, la meta operativa varía. Por ejemplo, con un régimen de objetivos monetarios establecido, los bancos centrales suelen centrarse en algunos agregados monetarios, como la base monetaria, mientras que en un régimen de metas cambiarias, los bancos centrales pueden usar el tipo de cambio nominal o un tipo de interés a corto plazo como meta intermedia. Consultar Habermeier *et al.* (2009) para ver una taxonomía de regímenes de política monetaria.

RECUADRO I. LA TRANSICIÓN DESDE UN OBJETIVO OPERATIVO DE CANTIDAD HACIA UNO DE PRECIO EN MÉXICO Y PERÚ

México

Una estrategia gradual garantizó una transición sin problemas desde un objetivo operativo de cantidad hacia uno de precio en México. Desde septiembre de 1995 en adelante, el Banco de México (Banxico) había estado llevando a cabo las operaciones monetarias mediante la definición de un objetivo de reservas bancarias (el corto). Desde marzo del 2004, los anuncios de política monetaria de Banxico señalaron los cambios deseados en las condiciones monetarias, que en la práctica han guiado las tasas interbancarias a un día. Desde entonces, en la práctica el mercado interbancario seguía las señales del banco central para las tasas de interés a corto plazo, aunque los anuncios oficiales todavía estaban en términos del tamaño del corto. En consecuencia, Banxico se abstuvo de modificar el corto, aunque a veces alterara su postura para las condiciones monetarias: el último movimiento del corto tuvo lugar en marzo del 2005. Sin embargo, hasta enero del 2008, el banco central mexicano no anunció una meta para la tasa de interés interbancaria. En su lugar, se refirió a contraer o relajar las condiciones monetarias mediante un número determinado de puntos básicos. Conforme anunció la decisión formal de adoptar una tasa de interés interbancaria a un día como objetivo operativo, Banxico explicó que el corto había ayudado con éxito a reducir la inflación a un 4% en el 2003 desde el 52% en 1995. Sin embargo, el banco central debía ser más específico en cuanto al nivel deseado de las tasas de interés en un entorno de mayor estabilidad en los mercados financieros y una menor inflación.^{1, 2}



Perú

Perú también adoptó una estrategia gradual para pasar de un objetivo operativo monetario a uno de tasa de interés. Hasta el año 2000, la política monetaria controló el crecimiento de la base monetaria. A principios del 2001, el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) cambió su objetivo operativo al saldo total de las cuentas corrientes de los bancos comerciales con el banco central. También estableció un calendario de reuniones de política monetaria en las que anunció el rango meta del saldo de la cuenta corriente. En enero del 2002, Perú adoptó el de metas de inflación como régimen de política monetaria. También a principios del 2002, el BCRP complementó la meta de la cuenta corriente mediante la creación de una banda de tasas de interés interbancarias a un día entre la tasa de depósito a la vista del banco central y la tasa de redescuento. Esta banda se convirtió en la variable operativa de política monetaria a principios del 2003. En septiembre del 2003, el BCRP anunció que se dirigiría, por medio de sus operaciones de mercado abierto, a una tasa de interés interbancaria a un día cerca del centro de la banda. Los cambios en el objetivo operativo redujeron la volatilidad de la tasa de interés interbancaria y mejoraron la transmisión hacia las tasas de interés a largo plazo.

¹ Consultar el documento de Banxico titulado “Instrumentación de la política monetaria a través de un objetivo operacional de tasa de interés” (anexo 3 del Informe sobre Inflación. Julio-septiembre de 2007).

² La idea detrás de la adopción de una meta de volumen, cuando se introdujo el corto, fue que la inflación y las tasas de interés eran tan altas y volátiles que una tasa de interés de referencia era poco relevante.

podrían hacer que las tasas de interés del mercado se alejen de la tasa oficial de referencia. Dichos factores incluyen flujos de efectivo de gobierno y operaciones de cambio de divisas del banco central, entre otros. La coordinación con los organismos gubernamentales para controlar la deuda pública y los flujos de efectivo han sido cruciales para mejorar el pronóstico de liquidez.

Los bancos centrales del AL5 también han establecido una banda de tasas de interés en torno a la tasa de interés de referencia, que ayudó a que las tasas de interés de mercado se mantuvieran cerca de la meta. El techo y el piso de la banda son las facilidades permanentes ofrecidas para la provisión de liquidez y la absorción de liquidez, respectivamente. Para países diferentes, sin embargo, el ancho de dicha banda difiere. Chile tiene la más estrecha, mientras que México tiene la más amplia. Al definir la anchura de la banda, los bancos centrales ponderan dos objetivos opuestos. Por un lado, una banda más ancha se basa más en previsiones de liquidez y operaciones de mercado abierto para estabilizar las tasas a corto plazo. Por otro lado, una banda más estrecha proporciona un control automático más estricto sobre las tasas de mercado a corto plazo, aunque, si es demasiado estrecha, puede inhibir la negociación interbancaria.

III. El nuevo marco monetario en acción

La segunda mitad del decenio de los dos mil probó y confirmó el compromiso de metas de inflación del AL5. Con base en fundamentos macrofinancieros más fuertes que en el pasado y mecanismos de amortiguación puestos en vigor durante varios años, las sólidas bases institucionales y la flexibilidad monetaria desempeñaron un papel clave para sobreponerse a los sucesivos choques reales y financieros. Los bancos centrales del AL5 manejaron con éxito las grandes oscilaciones en los tipos de cambio real. Estos estuvieron inicialmente relacionados con un aumento políticamente desafiante en los precios de los alimentos y del combustible y más tarde con una suspensión y un viraje repentinos de los flujos de capital y una presión deflacionaria debido a la crisis financiera mundial.

1) Menores vulnerabilidades macrofinancieras

La crisis global encontró a los países del AL5

con vulnerabilidades macroeconómicas relativamente bajas. A principios de los años dos mil, los países del AL5 ya habían alcanzado una inflación baja y estable y habían mantenido los desequilibrios fiscal y externo bajo control. Aprovechando un auge de los precios de los productos básicos y las favorables condiciones financieras globales durante 2003-2007, el AL5 tuvo la oportunidad de reducir la vulnerabilidad macroeconómica. Sus saldos de cuenta corriente mejoraron, y fueron capaces de construir colchones fiscales y externos que ayudaron a mitigar los efectos negativos de los choques exógenos. También mejoraron aún más los perfiles de la deuda pública y acumularon reservas internacionales.²⁰

La cobertura de reservas internacionales aumentó en la mayoría del AL5 durante el decenio anterior a la crisis financiera global. Como porcentaje del PIB, las reservas internacionales aumentaron considerablemente en Brasil y Perú, un poco en México, y se mantuvieron estables en Colombia. Aunque la cobertura de reservas bajó casi a la mitad en Chile, aún se sitúa en niveles altos. El aumento de los fondos soberanos de inversión chilenos proporcionó protección adicional contra un paro súbito u otra necesidad repentina de liquidez externa.²¹ Los métodos para incrementar las reservas variaron, con algunos países limitando el efecto de la flexibilidad del tipo de cambio, incluso con subastas de opciones (México y Colombia) y anunciando la acumulación deseada de reservas (Chile).²²

La composición de los flujos de capital mejoró y las necesidades de financiamiento externo disminuyeron. La inversión extranjera directa dominó los flujos de capital, mientras que los de deuda se redujeron drásticamente, disminuyendo la proporción de la deuda externa y las necesidades anuales de financiamiento externo. En particular, la media de las necesidades de financiamiento externo se redujo a la mitad como

²⁰ Consultar Canales-Kriljenko *et al.* (2010).

²¹ Los activos en los fondos soberanos de inversión en Chile aumentaron de modo considerable (Céspedes y Valdés, 2006, y Ministerio de Hacienda de Chile, 2010). El fondo soberano de inversión en Brasil también proporcionó una forma de autoprotección contra los paros repentinos.

²² El método para acumular reservas es relevante. Los bancos centrales podrían endeudarse en el exterior a largo plazo para adquirir el nivel deseado de protección contra los paros repentinos. Las compras de divisas por parte de los bancos centrales pueden terminar atrayendo más entradas, dado el escaso riesgo cambiario, lo cual a su vez conduce a una mayor intervención.

porcentaje del PIB del decenio anterior a la crisis financiera mundial; a un 6.8% del PIB en el 2007 desde un 15% del PIB en 1996.

Los marcos fiscales se han reforzado de manera significativa. Los cinco países han adoptado leyes de responsabilidad fiscal. Chile y México también pusieron en práctica una regla fiscal y Colombia ha anunciado su intención de introducir una. Estos marcos fiscales reflejaron una voluntad política que ayudó a reducir la vulnerabilidad fiscal. La composición de la deuda pública mejoró notablemente, con caídas importantes en la participación de la deuda denominada en moneda extranjera y la deuda pública emitida en el exterior. Durante el último decenio, el comportamiento de los niveles de deuda pública como porcentaje del PIB varió. Aunque la relación entre la deuda pública bruta y el PIB aumentó en Brasil, se redujo de manera significativa en Chile y Perú y en forma moderada en Colombia y México.²³ Sin embargo, en todos los países la carga de la deuda pública denominada en moneda extranjera y emitida en el exterior se redujo de modo radical como porcentaje del PIB. La deuda pública externa con respecto al PIB también disminuyó ligeramente en todos los países.

En materia financiera, la regulación prudencial y la supervisión se actualizaron. Las mejoras en los indicadores de solidez financiera señaladas anteriormente reflejaron no sólo un entorno externo favorable, sino también y más importante aún, las reformas en la regulación prudencial y la supervisión bancaria. Estas reformas impusieron cierta prudencia en las instituciones financieras para la gestión de los buenos tiempos. Colombia y Perú también adoptaron medidas para atemperar el crecimiento del crédito a lo largo del ciclo mediante la adopción de disposiciones anticíclicas. El AL5 tuvo un avance significativo en el cumplimiento de los principios básicos de Basilea, aunque todavía hay margen de mejora.²⁴ La mayoría de los países también dio pasos hacia la adopción gradual del Acuerdo de Basilea II.

Como resultado, la solidez del sistema bancario se incrementó.²⁵ A diferencia de varios países avanzados, las instituciones financieras en los países del AL5 no estuvieron expuestas a activos tóxicos, al menos en cantidades sistémicas. En

²³ La relación entre deuda pública y PIB cayó en Brasil entre el 2000 y el 2008.

²⁴ Consultar Rennhack, 2009.

²⁵ Consultar Canales-Kriljenko *et al.* (2010).

general, los coeficientes de capital superaron ampliamente el mínimo del 8% de Basilea I, con un promedio de aproximadamente un 16% para el momento de la quiebra de Lehman Brothers. Los préstamos en mora se habían reducido a menos del 5% del total de préstamos en el contexto de un rápido crecimiento del crédito, mientras que la rentabilidad de los bancos también había aumentado durante los años dos mil. El grado de dolarización financiera en Perú, la única economía dolarizada en el grupo, también había disminuido considerablemente, incluso después del ajuste por efecto de la apreciación de la moneda.²⁶

Los mismos marcos fiscal y prudencial mejorados eran una fuente de fortaleza para reducir la vulnerabilidad macroeconómica, apoyar la política monetaria para anclar las expectativas y que los bancos centrales aumentaran la credibilidad. Los regímenes más flexibles de tipo de cambio hicieron una diferencia significativa, reduciendo los efectos macroeconómicos y financieros de la apreciación del tipo de cambio real. Ayudaron a evitar una crisis de balanza de pagos de tipo Krugman, cuando los flujos de capital se invirtieron repentinamente. Además, la producción y el consumo sufrieron menos de lo que hubieran sufrido si las tasas de interés hubieran tenido que aumentar o continuar altas para defender el tipo de cambio nominal en un régimen de tipo de cambio fijo. Además, las expectativas de inflación ancladas permitieron que el sector público aumentara la proporción de su deuda denominada en moneda local, lo que redujo la exposición del país al riesgo cambiario. A diferencia de episodios anteriores de turbulencia financiera, los marcos más fuertes, las menores vulnerabilidades y algo de buena suerte permitieron a la región escapar esta vez, de crisis monetarias, bancarias o de deuda pública.²⁷

2) *El aumento de los precios de los productos básicos y de los alimentos*

Antes de que estallara la reciente crisis financiera mundial, los países del AL5 se enfrentaban a una

²⁶ Por ejemplo, la dolarización del crédito al sector privado disminuyó a 50% para mayo del 2010 de casi 80% a finales de los noventa.

²⁷ Consultar Jácome (2008) para un análisis de las crisis financieras de los decenios de los noventa y los dos mil en América Latina y sus consecuencias macroeconómicas y financieras.

creciente inflación, al igual que el resto del mundo. Las presiones inflacionarias reflejaban una combinación del aumento de los costos y la demanda interna. El incremento de costos asociado con el aumento de los precios de los alimentos y del petróleo coincidió con condiciones financieras externas favorables y términos de intercambio propicios que impulsaron la demanda interna, apreciaron la moneda nacional y dieron lugar a fuertes aumentos en el crecimiento del crédito. Los precios de los productos básicos y la energía habían ido en aumento en los mercados mundiales desde inicios del decenio, pero esta tendencia se agudizó en el 2007 hasta el primer semestre del 2008. Con las partidas de combustibles y alimentos respondiendo por buena parte de las canastas básicas en los países del AL5 y con una demanda en crecimiento, la inflación comenzó a aumentar, en particular en Chile y Colombia, donde la inflación se elevó a cerca de 10% y 8%, respectivamente, en el pico.

Los bancos centrales del AL5 reaccionaron con una política monetaria más restrictiva, con un breve retraso. El banco central de Colombia fue el primero en aumentar la tasa de referencia (en 400 puntos base a partir del segundo trimestre del 2006). El Banco Central de Chile reaccionó rápidamente desde principios del 2007, elevando la tasa de referencia (en 325 puntos base hasta el tercer trimestre del 2008). Los bancos centrales de Perú, Brasil y, en particular, México aumentaron la tasa de referencia gradualmente, pero aceleraron el aumento en el segundo y el tercer trimestre del 2008 (gráfica I). Estos aumentos en la tasa de referencia se transmitieron a las tasas bancarias, que aumentaron en términos reales (gráfica II). Inicialmente, la mayoría de los bancos centrales esperaban que el choque de oferta fuera temporal y no afectara significativamente la inflación subyacente. Sin embargo, a medida que los choques de oferta se hicieron persistentes, los efectos de segunda instancia comenzaron a sentirse, aumentando la inflación subyacente. En algunos países, las presiones de demanda también contribuyeron en la medida que las limitaciones de capacidad productiva estaban vinculadas (Brasil y Colombia) y el crédito estaba creciendo rápidamente (Perú).²⁸

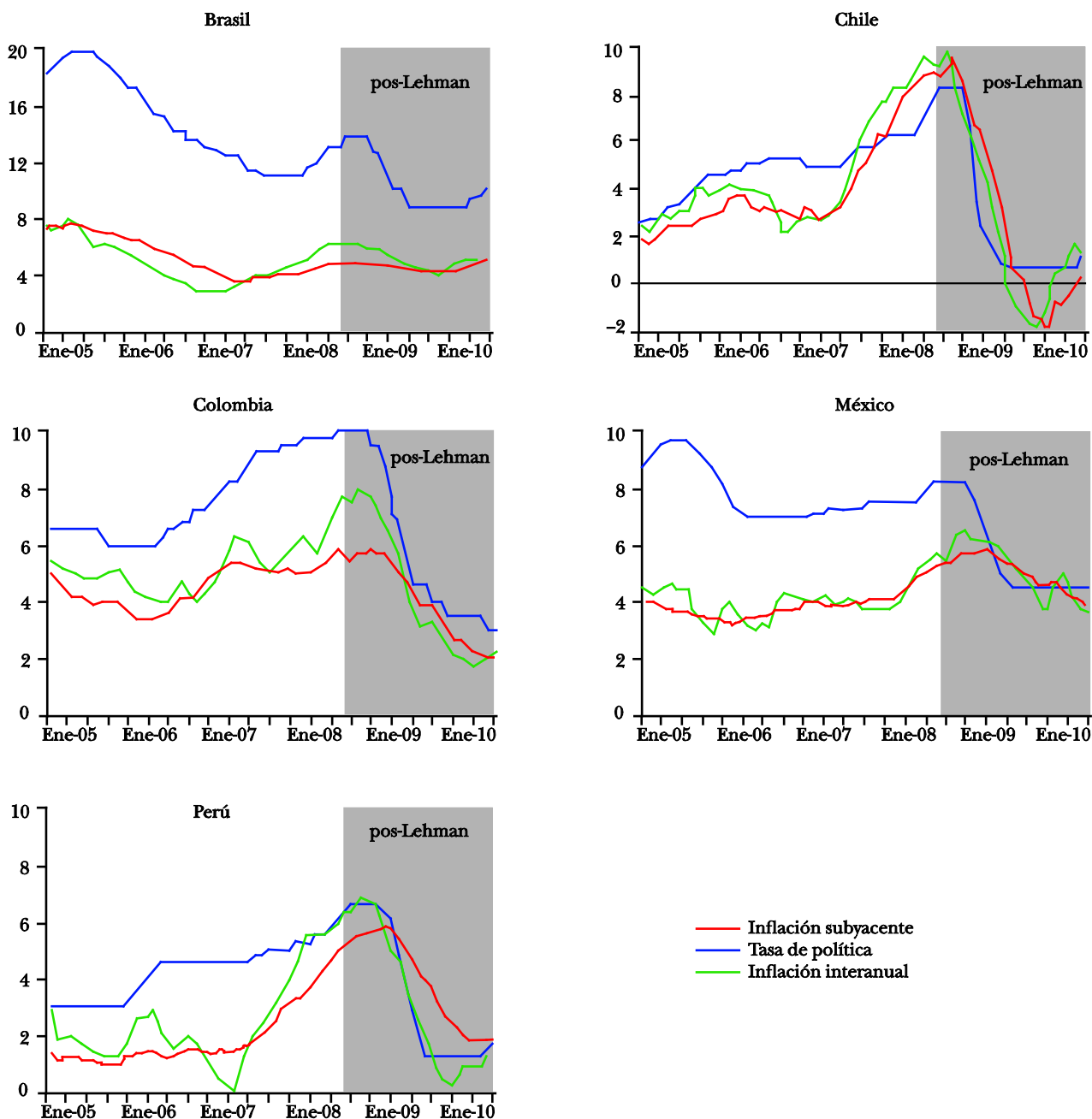
²⁸ El mismo patrón de la inflación creciente tuvo lugar en la mayoría de los países de mercados emergentes en ese momento como se documentó en Habermeier *et al.* (2009).

Los tipos de cambio nominales se apreciaron de manera significativa en la mayoría de los países del AL5 conforme el capital entraba. Entre enero del 2007 y mediados del 2008, la mayoría de las monedas nacionales se apreciaron –en más de un 30%–, en particular en Brasil y Colombia. La apreciación ayudó a moderar la inflación importada desde el recrudescimiento de los precios de los alimentos y de la energía a nivel mundial. Las alzas en las tasas de referencia ayudaron a contener aún más las presiones inflacionarias, pero al mismo tiempo, alentaron los flujos de capital a corto plazo y la apreciación nominal. Todos los bancos centrales, con excepción de México, intervinieron en el mercado de divisas. Lo hicieron como parte de una estrategia de acumulación de reservas internacionales que serviría como un amortiguador para hacer frente a un posible debilitamiento del entorno externo, para reducir la volatilidad en el mercado de divisas, o ambas cosas.

Para ayudar a contener los flujos de capital, algunos países del AL5 introdujeron controles de capital y ajustaron los requerimientos de reservas. El Banco Central de Reserva del Perú elevó las reservas para los pasivos tanto en moneda nacional como extranjera, y diferenció, con un coeficiente de requerimiento de reserva mucho más alto, los depósitos de no residentes en moneda nacional. En Colombia, además de elevar los requisitos de reservas en moneda nacional, el banco central impuso requerimientos de reserva sin rendimiento para el endeudamiento externo y las inversiones de cartera. Los aumentos en los requerimientos de reservas en moneda nacional ayudaron a endurecer la política monetaria y frenar el crecimiento crediticio. En Brasil, un decreto presidencial estableció un impuesto del 1.5% a las entradas de capital canalizado a mercados de inversión en renta fija.

Los bancos centrales del AL5 reiteraron su compromiso con la estabilidad de precios y, eventualmente lograron mejores resultados que otros países de América Latina. Los bancos centrales explicaron a los mercados que era necesario aumentar los tipos de interés porque la inflación subyacente había comenzado a aumentar y las expectativas de la inflación se apartaban de la banda de tolerancia de la meta de inflación (en Chile, Colombia y Perú). En comparación con otros países de América Latina y el Caribe, incluyendo el grupo de países oficialmente dolarizados y otros con régimen de convertibilidad cambiaria, los países del AL5 fueron capaces, en

GRÁFICA I. INFLACIÓN Y TASAS DE POLÍTICA COMO RESULTADO DE LOS CHOQUES DE OFERTA Y FINANCIERO, 2005-2010
(tasa porcentual anual)



FUENTE: Sitios web de bancos centrales de AL5.

promedio, de contener mejor las presiones inflacionarias.²⁹

3) Frente a la crisis financiera mundial tras el colapso de Lehman Brothers

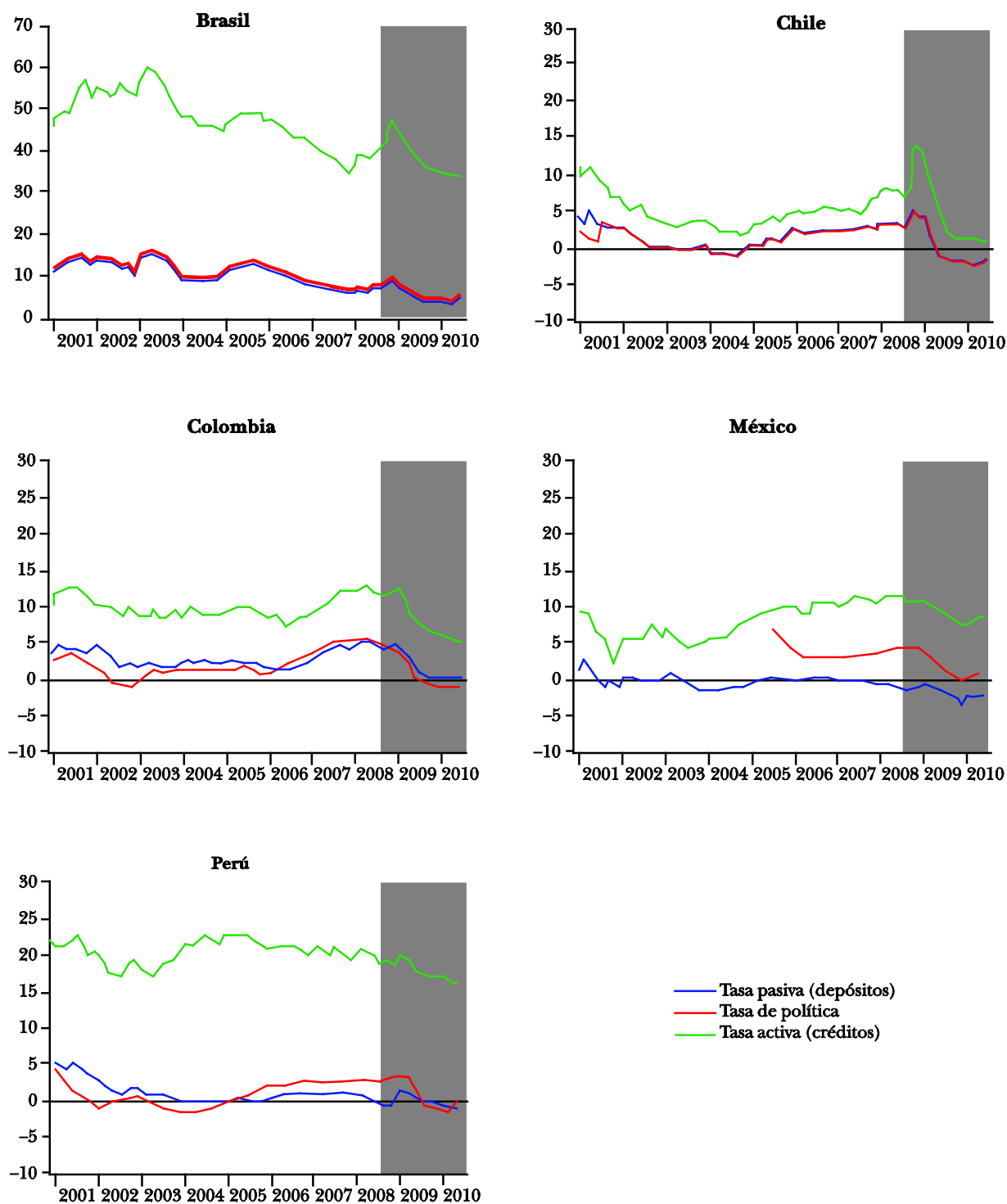
El colapso de Lehman Brothers fue un punto

²⁹ Consultar Canales-Krijlenko *et al.* (2010).

de inflexión hacia la desinflación y la recesión en todo el mundo. Esta crisis financiera tuvo muchos elementos de crisis financieras mundiales anteriores, que en el pasado impulsaron crisis de las monedas nacionales e incluso bancarias.³⁰ El conocido paro repentino y el cambio de dirección de los flujos de capital asociados con el

³⁰ Consultar Jácome (2008).

GRÁFICA II. TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA, TASAS DE INTERÉS BANCARIAS REALES Y DE POLÍTICA, 2001-2010 (tasa porcentual anual)



NOTA: Las tasas de interés reales se calculan usando la inflación esperada para el siguiente año calendario, como lo informa Consensus Economics.

desapalancamiento mundial volvieron a aparecer, llevando a todas las monedas nacionales a estar bajo presión, revirtiendo el dilema anterior

de apreciación del tipo de cambio. La recesión mundial también causó que las exportaciones de la región disminuyeran. Por ejemplo, las ventas

al exterior disminuyeron en el último trimestre del 2008 –con respecto al trimestre anterior– en un 20% en Brasil y México.

a) Medidas no convencionales para facilitar la liquidez y el suministro de divisas

Los bancos centrales del AL5 respondieron a la crisis financiera mundial primero proporcionando liquidez en moneda nacional y extranjera. A diferencia de los bancos centrales de economías avanzadas, los del AL5 no disminuyeron las tasas de referencia directamente y rara vez se recurrió al relajamiento del crédito o a la flexibilización cuantitativa.³¹ En lugar de ello, adoptaron medidas para facilitar la liquidez tanto en moneda nacional como extranjera para aliviar la tensión asociada al endurecimiento súbito de las condiciones financieras externas, agravada por las salidas de capital, y reducir el riesgo de una crisis de liquidez.³²

Para proveer liquidez en moneda nacional, la mayoría de los países del AL5 facilitó el acceso a los mecanismos del banco central para el suministro de liquidez. Los bancos centrales ampliaron las garantías (Chile y México) y los plazos de vencimiento (Chile y Perú) para las operaciones con recompra. Perú también estableció canjes de divisas para aportar liquidez en moneda nacional. El Banco de México adquirió valores (emitidos por el Instituto para la Protección al Ahorro Bancario), principalmente para hacer frente a problemas de liquidez en los fondos de inversión. Los bancos centrales de Brasil, Colombia y Perú también redujeron los requerimientos de reservas. Brasil tuvo un amplio margen para reducir los requerimientos de reservas, dadas las altas tasas prevalecientes –en comparación con las internacionales– y lo utilizó también para lograr otros objetivos específi-

³¹ Para definiciones de facilidad de liquidez, flexibilización cuantitativa y flexibilización del crédito, y una discusión sobre los diferentes papeles que las medidas no convencionales de los bancos centrales desempeñaron en las economías avanzadas y emergentes, consultar a Ishi *et al.* (2009).

³² Por ejemplo, el banco central de Perú explica en su sitio web que si las reducciones en la tasa de referencia hubieran comenzado antes de febrero del 2009, habrían tenido que correr el grave riesgo de que las expectativas de inflación no cayeran, además de los riesgos de una crisis monetaria y un desplome del crédito (consultar “Medidas monetarias del BCRP frente a la crisis internacional” en <http://www.bcrp.gob.pe/politica-monetaria/medidas-monetarias-del-bcrp-frente-a-la-crisis-internacional.html>).

cos.³³ Colombia y Perú, revirtieron más en gran parte los aumentos de los requerimientos de reservas aprobados a comienzos y mediados del 2008 tras experimentar cuantiosos ingresos de capital.

Podría decirse que los bancos públicos en Brasil, Chile y México desempeñaron un papel anticíclico. Ya sea porque aumentaron la tasa de crecimiento de los créditos al sector privado o porque la redujeron a una tasa notablemente más baja que los bancos privados, especialmente los de propiedad extranjera. En Brasil, esto fue explícitamente parte de la respuesta de política anticíclica del gobierno ante la crisis (Barbosa, 2010). En Chile y México, el comportamiento contrario del crédito a las empresas y a los hogares por parte de estas instituciones sugiere un enfoque similar.

Los bancos centrales fueron capaces de brindar liquidez en divisas por varias razones. Primera, fueron capaces de acumular reservas internacionales durante el período de condiciones financieras externas y términos de intercambio favorables. En segundo lugar, siguieron buenas políticas que les dieron acceso a la línea de crédito flexible del FMI (Colombia y México), que indicó categóricamente a los mercados la confianza del FMI en sus fundamentos y el apoyo a sus políticas. Por último, Brasil y México tuvieron acceso a un canje de divisas por 30,000 millones de dólares con la Reserva Federal de Estados Unidos.

Para proveer liquidez en moneda extranjera, los bancos centrales de los países del AL5 crearon mecanismos para prestar divisas y derogaron las medidas anteriores para contraer la liquidez. Estos mecanismos incluyeron canjes de divisas (Brasil y Chile). El Banco Central de Brasil también subastó préstamos con garantía a los bancos para ayudar a financiar las exportaciones y refinanciar deuda externa. En Perú, el banco central vendió certificados indexados al dólar de Estados Unidos pero liquidados en moneda nacional. El amplio uso de alternativas a las ventas directas de dólares al contado ayudó a preservar las reservas internacionales. Para ayudar a facilitar la liquidez en moneda extranjera, los bancos

³³ Por ejemplo, el 2 de octubre del 2008, el Banco Central de Brasil anunció que las instituciones financieras podrían usar hasta 40% del requerimiento de reservas de los depósitos a plazo para la compra de carteras de crédito de préstamos de instituciones financieras con capital regulatorio de hasta 2,500 millones de reales.

centrales de Brasil, Colombia y Perú también relajaron las medidas que afectan a las inversiones de no residentes impuestas desde el 2007 y en el primer semestre del 2008. Además, el Banco Central de Reserva del Perú redujo los requerimientos de reservas para los depósitos en dólares, y el Banco Central de Chile permitió el uso de pesos para cumplir con los requerimientos de reservas para depósitos en dólares. Algunos bancos centrales de los países del AL5 también adoptaron nuevos mecanismos para brindar protección contra la depreciación de las monedas nacionales, incluso por medio de derivados (anexo 2).

Las medidas que facilitarían la liquidez ampliaron los balances generales de los bancos centrales. A pesar de que los balances generales de los bancos centrales crecieron en los países del AL5 debido a estas medidas, los incrementos no fueron tan grandes como en los países industrializados (excepto Japón), en particular, Estados Unidos y el Reino Unido.³⁴

b) Respuesta del tipo de cambio

Los mercados de divisas fueron los primeros en agotarse, cuando la crisis financiera adquirió una dimensión mundial en septiembre del 2008. Esto provocó una respuesta inmediata en todos los países del AL5, con el objetivo de salvaguardar la economía de las consecuencias de los excesivos cambios bruscos en el tipo de cambio y en el costo del financiamiento externo.

A las monedas nacionales se les permitió depreciarse conforme los flujos de capital comenzaron a revertirse. Brasil y México sufrieron la mayor depreciación de la moneda: un 30% entre agosto del 2008 y febrero del 2009. El Banco Central de Reserva del Perú sólo permitió que su moneda se depreciara un 11%. A pesar de estas grandes depreciaciones, no sólo la inflación permaneció bajo control, sino que también siguió cayendo en todos los países del AL5. Esto refleja en parte la recesión mundial y la consiguiente disminución de la inflación en todo el mundo, aunque también una drástica reducción –asociada con una mayor credibilidad en la política monetaria– en el traspaso de la depreciación de la moneda a la inflación.

Sin embargo, algunos bancos centrales ven-

dieron grandes cantidades de divisas (gráfica III). El Banco Central de Reserva del Perú vendió cerca de 20% de sus reservas internacionales en cerca de un par de meses, para atenuar la tendencia a la depreciación en un entorno de dolarización financiera aún alto. Los bancos centrales de Brasil y México vendieron casi un 10% de las reservas internacionales en sus libros durante un par de meses. En estos dos países, la preocupación por las grandes corporaciones que tienen posiciones cortas en dólares se añadió a la motivación para evitar una devaluación repentina y grave de la moneda nacional. El Banco de México utilizó tres canales principales para sus ventas de divisas: subastas extraordinarias en octubre del 2008 (aproximadamente un 35% de las ventas totales), subastas diarias con precio mínimo y sin él (60%) y ventas directas (5%). El Banco Central de Brasil empleó canjes de divisas no entregables para complementar la intervención directa en el mercado al contado de divisas.³⁵ Los bancos centrales de Chile y Colombia siguieron un camino diferente, ya que colocaron la carga del ajuste en el tipo de cambio y, por tanto, vendieron pocas reservas internacionales (aunque Chile hizo uso de sus fondos fiscales grandes en el extranjero). El Banco Central de Chile dejó de realizar compras de dólares, que habían ascendido a 50 millones de dólares, diariamente, desde abril del 2008. El Banco de la República, de Colombia, también dejó de intervenir diariamente en el mercado de divisas para acumular reservas internacionales en octubre del 2008 y, al mismo tiempo, reactivó un mecanismo de subasta de opciones impulsado por la volatilidad por el que se vendía moneda extranjera conforme el peso se depreciaba.³⁶ A pesar de los grandes movimientos del tipo de cambio, la inflación se mantuvo bastante estable, lo que sugiere que la estrategia de política monetaria había proporcionado un anclaje nominal y redujeron el traspaso del tipo de cambio (gráfica IV).

c) Modificaciones a la tasa de política

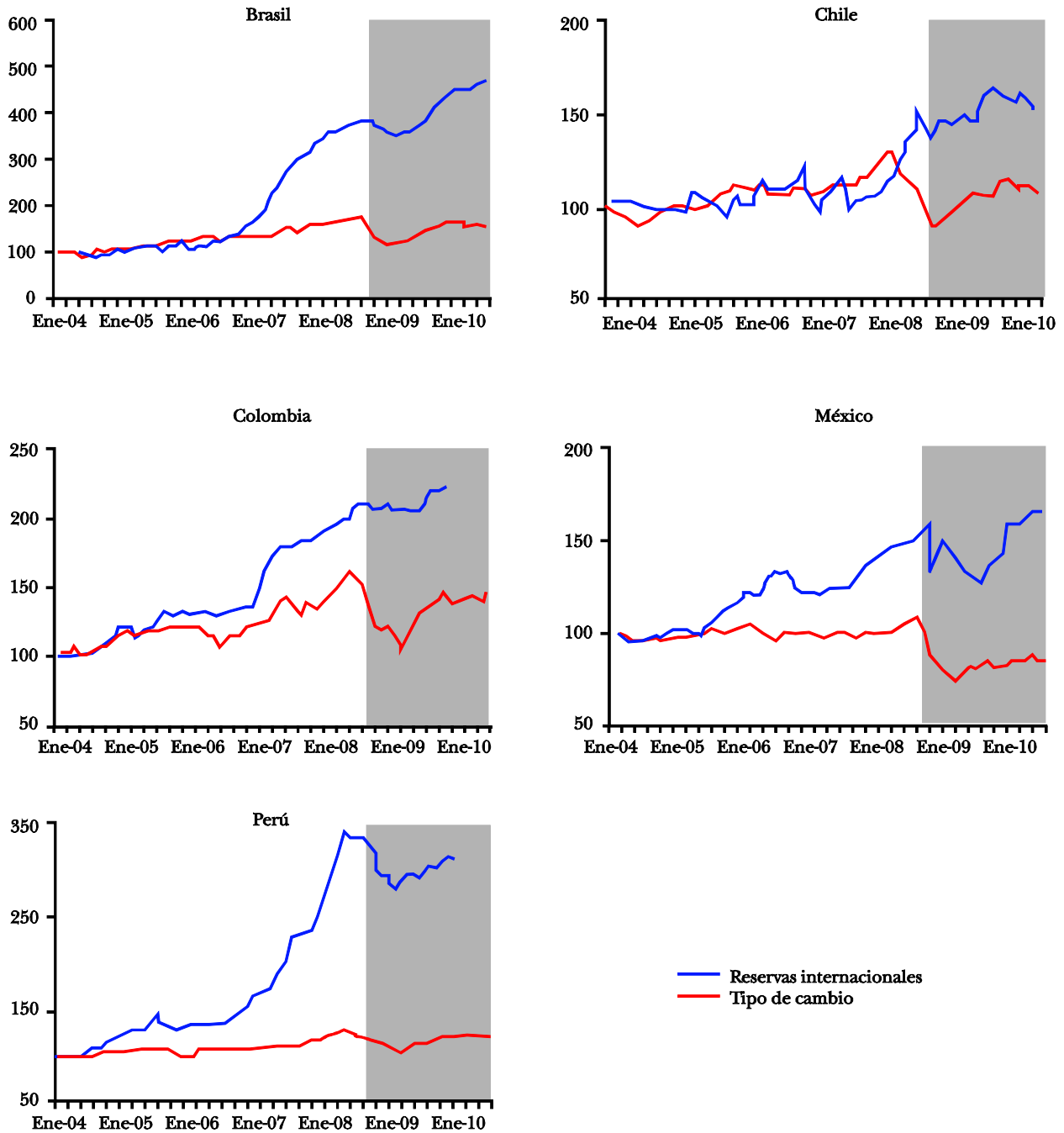
A principios del 2009, los bancos centrales del AL5 comenzaron a recortar las tasas de política (gráfica I y cuadro 5). El ritmo de modulación de la política monetaria varió en cada país, en función

³⁴ Consultar Borio y Disyatat (2009), para una revisión de las políticas monetarias no convencionales en economías avanzadas.

³⁵ Consultar Stone *et al.* (2009).

³⁶ El mecanismo para subastar opciones se había suspendido en junio del 2008. Después de reactivarse en octubre del 2008, se suspendió nuevamente en octubre del 2009.

GRÁFICA III. AJUSTE EXTERNO DEL GRUPO AL5 DESPUÉS DEL COLAPSO DE LEHMAN BROTHERS, 2004-2010 (números índice)



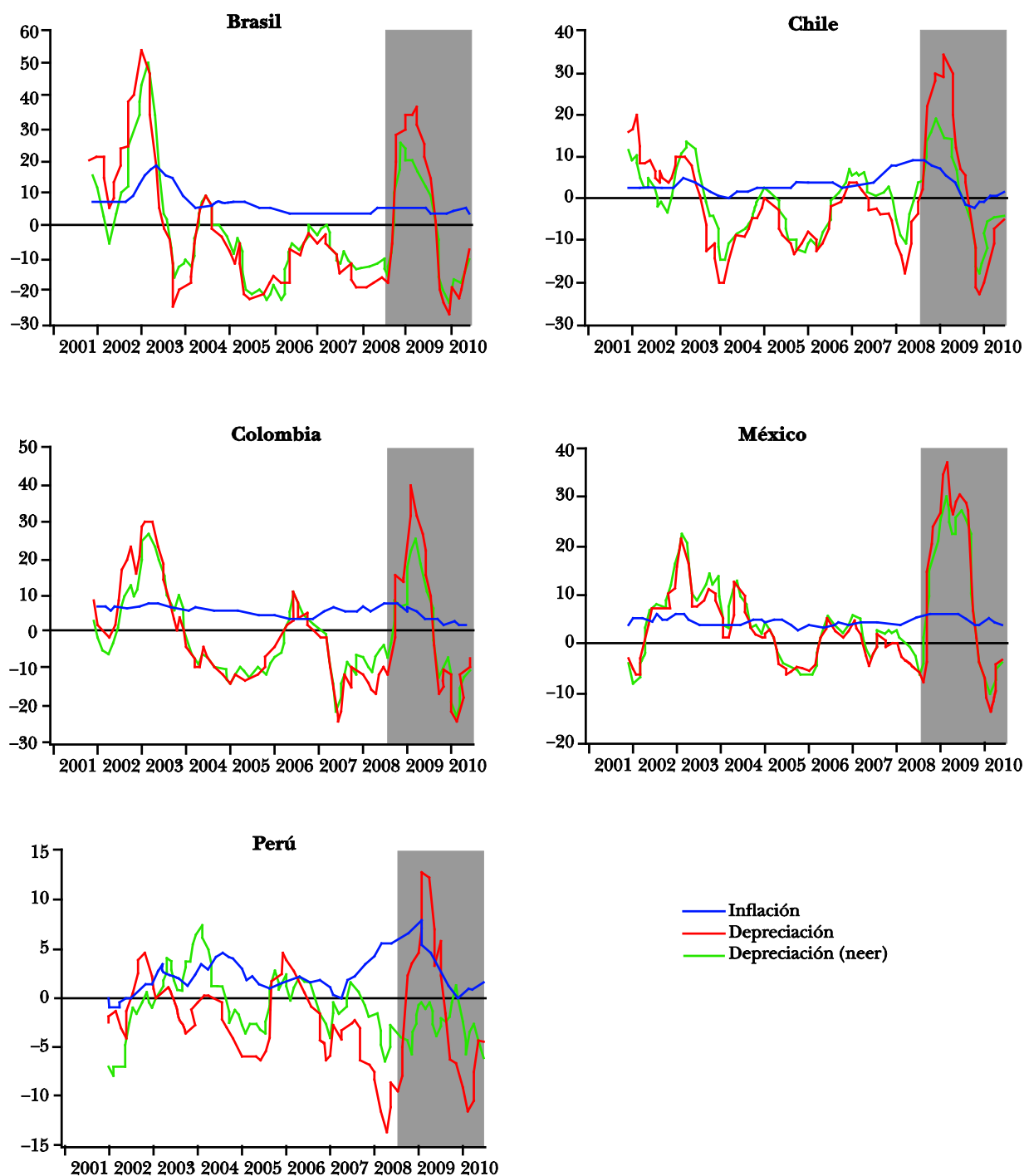
FUENTE: Reservas internacionales (IFS, fila 1L) y tipo de cambio (Insdata, edna).

de las proyecciones de inflación y la posición de cada país en el ciclo económico. El Banco Central de Chile fue el más agresivo, recortando su tasa de política en 600 puntos base entre enero y marzo y 775 puntos base hasta julio del 2009. Además, estableció un servicio de liquidez a plazo para reforzar su compromiso de mantener baja la tasa oficial de referencia por mucho tiempo.

po.³⁷ En el otro extremo, el Banco de México ha seguido un enfoque más conservador, ya que la

³⁷ Por medio de la FLAP (Facilidad de Liquidez a Plazo), “las empresas bancarias accedieron a liquidez a 90 y 180 días al nivel de la TPM [tasa de política monetaria] vigente” (Banco Central de Chile, *Informe de Política Monetaria*, diciembre del 2009).

GRÁFICA IV. TRASPASO DEL TIPO DE CAMBIO, INFLACIÓN DEL PRECIO AL CONSUMIDOR Y DEPRECIACIÓN MONETARIA, 2001-2010 (cambio porcentual, doce meses)



inflación y las expectativas de inflación se mantuvieron elevadas. El banco central de Perú reaccionó con un breve retraso para reducir su tasa de política sólo 50 puntos base en el primer trimestre, dado un declive más lento en las expectativas de inflación.³⁸

³⁸ Las medidas fiscales complementaron los esfuerzos an-

Al contrario de los bancos centrales en el mundo industrial, donde las tasas oficiales de referencia se estaban acercando ya al límite de cero antes del desplome de Lehman, la mayoría de los bancos centrales del AL5 pudieron reducir las tasas de referencia de manera significativa, ya que

ticíclicos del banco central (FMI, 2009).

Cuadro 5

RECORTES DE LA TASA DE POLÍTICA DE LOS BANCOS CENTRALES DEL AL5 EN EL 2009

(En puntos básicos y porcentajes)

	<i>Finales de 2008</i> (%)	<i>Primer trimestre</i> <i>de 2009</i>	<i>Segundo trimestre</i> <i>de 2009</i>	<i>Tercer trimestre</i> <i>de 2009</i>	<i>Cuarto trimestre</i> <i>de 2009</i>	<i>Finales de 2009</i> (%)
Brasil	13.75	250	200	50	0	8.75
Chile	8.25	600	150	25	0	0.50
Colombia	9.50	250	250	50	50	3.50
México	8.25	150	200	25	0	4.50
Perú	6.50	50	300	175	0	1.25

FUENTE: sitios web de los bancos centrales de AL5.

seguían elevadas. Sin embargo, a pesar de reducirlas drásticamente, la mayoría de los bancos centrales del AL5 no las redujeron cerca del límite de cero. El Banco Central de Brasil dejó de bajar la tasa de política en julio del 2009 en 8.75%, 4% en términos reales, deflactado por la inflación en ese momento. El Banco Central de Chile fue el único en el AL5 que redujo la tasa de política casi a cero (0.5%), en julio del 2009.

El crecimiento monetario, endógeno bajo metas de inflación, en un principio se redujo significativamente en torno a los sucesos de Lehman (gráfica V). La desaceleración de la actividad económica redujo la demanda monetaria, lo que contribuyó a la desaceleración en el crecimiento monetario que, en muchos países, había comenzado antes. Conforme la incertidumbre disminuyó y la actividad económica comenzó a recuperarse, las tasas de referencia bajas condujeron a una recuperación en el crecimiento monetario en la región, pero el ritmo no fue parejo entre los países. A medida que la recuperación se mantuvo, el crecimiento del crédito comenzó a recuperarse de nuevo (gráfica VI).

El análisis empírico muestra que las tasas de referencia del AL5 han reaccionado sistemáticamente a los cambios en el entorno económico. Esta respuesta sistemática a las principales variables macroeconómicas durante 2002-2009 se resume en una autorregresión vectorial de un panel simple como se explica en Canales-Kriljenko y otros (2010). Las impulso-respuestas indican lo que se podría esperar de un buen funcionamiento de la política monetaria flexible. En promedio, las tasas de referencia han aumentado (disminuido) cuando la inflación superó (era menor que) su objetivo y el PIB estaba por encima (debajo) de su nivel potencial. Las gráficas de dispersión entre las tasas de interés de referencia y

de la inflación y el crecimiento del PIB refuerzan este mensaje (gráficas VII y VIII).

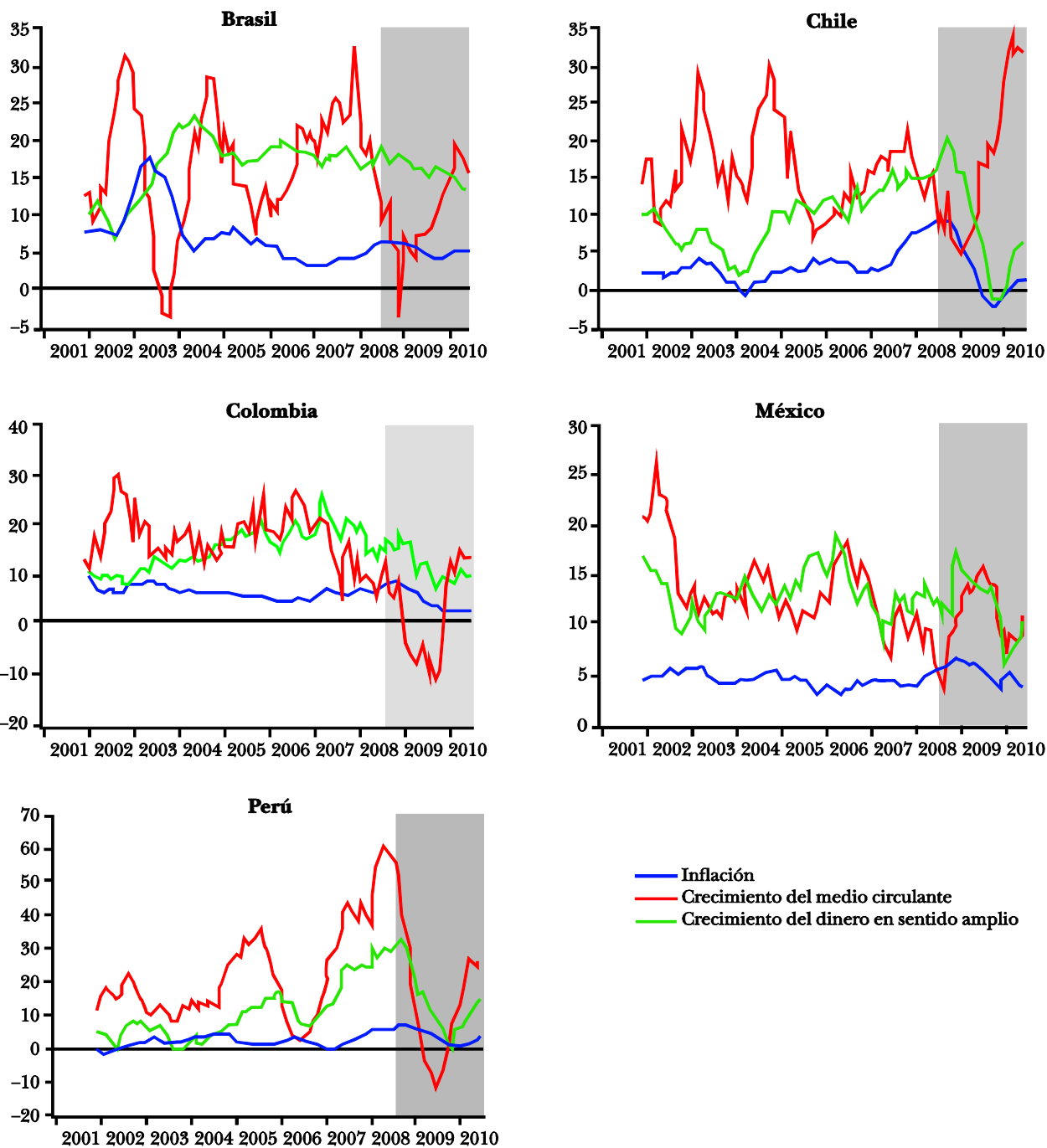
Las impulso-respuestas también sugieren que al menos algunas tasas de interés de política han respondido a las novedades en el tipo de cambio, lo que podría reflejar preocupaciones sobre el traspaso a la inflación o los trastornos económicos asociados con exposiciones del balance general.³⁹ El análisis también reveló una respuesta sistemática al crecimiento en Estados Unidos, lo que probablemente refleja la influencia de Estados Unidos en la actividad económica del AL5, especialmente en México. Estas impulso-respuestas muestran que las reacciones a la tasa de política han sido sistemáticas, pero no identifican una función de la reacción de la política, que está fuera del alcance de este artículo.

d) Comunicación del banco central

Los bancos centrales explicaron claramente a los mercados sus metas y decisiones de política. Hicieron hincapié en que las perspectivas de baja inflación y recesión económica justificaban un corte inusualmente enérgico de las tasas de política. Señalaron que las políticas monetarias expansivas eran necesarias para preservar las condiciones normales de liquidez, en referencia

³⁹ La impulso-respuesta es diferente de la regla de Taylor habitual que identifica los parámetros que miden la reacción de las tasas de interés de referencia a la inflación y las brechas de producción. En lugar de eso, resume el efecto conjunto de la respuesta a la política y el mecanismo de transmisión. Por lo tanto, incluso si la autoridad no responde directamente a los tipos de cambio, la respuesta al impulso mostraría aún una reacción a las novedades en el tipo de cambio si afectan las variables que a la autoridad le preocupaban, incluyendo la inflación y las brechas de producto.

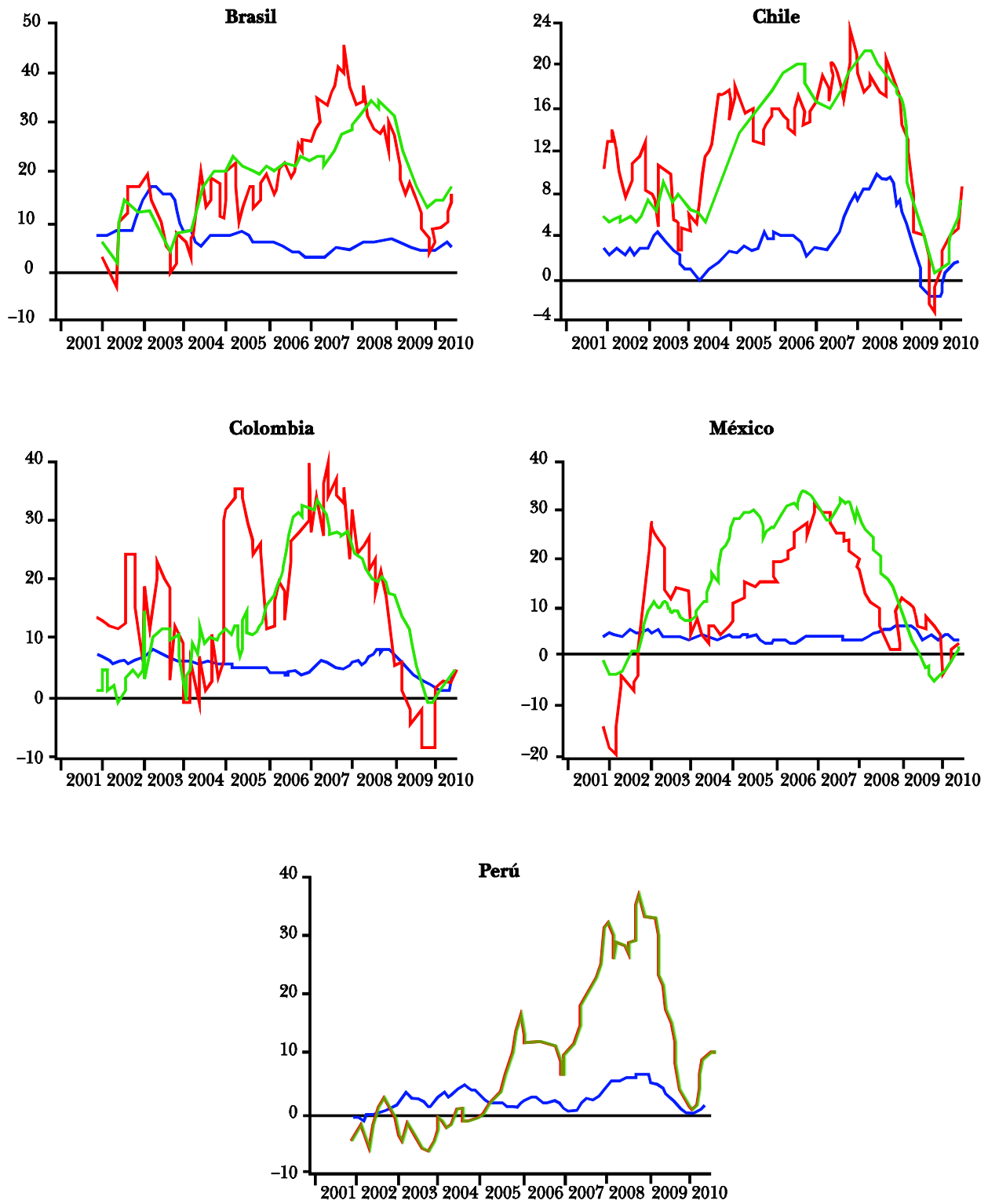
GRÁFICA V. PRECIOS AL CONSUMIDOR Y CRECIMIENTO MONETARIO, 2001-2010 (cambio porcentual, doce meses)



implícita a la estabilidad financiera. Del mismo modo, argumentaron que era necesario vender divisas en el mercado por varias razones. En Brasil, México y Perú, era necesario para asegurar las condiciones de liquidez en moneda extranjera. En Perú, también ayudó a evitar los efectos perniciosos en el balance general. Por último, en Brasil y México, las operaciones de cambio de divisas del banco central se dirigieron a las em-

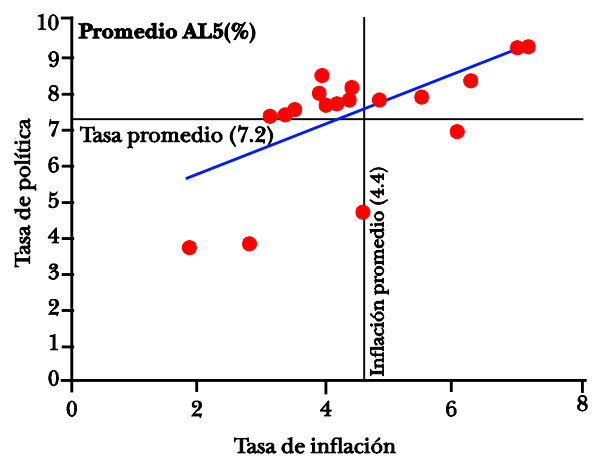
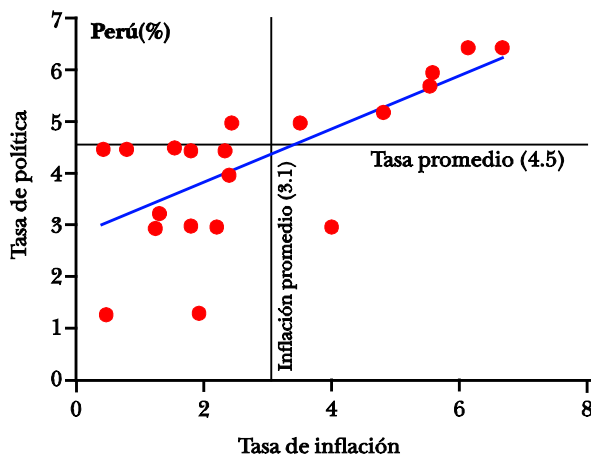
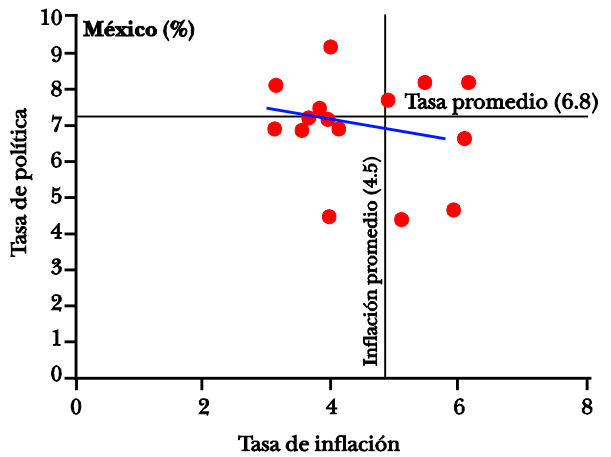
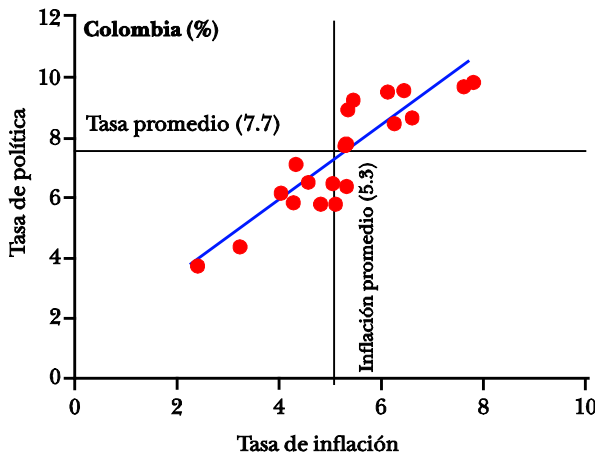
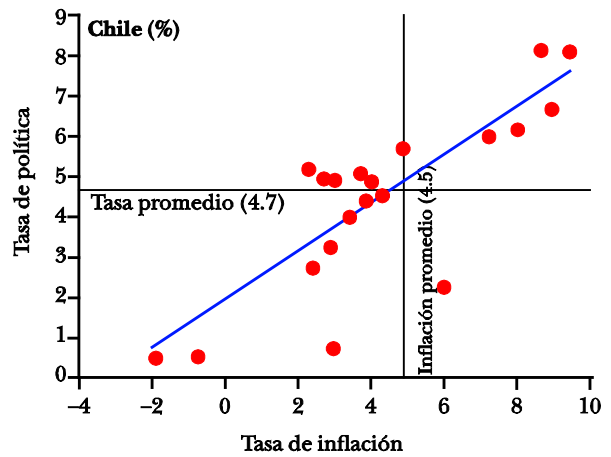
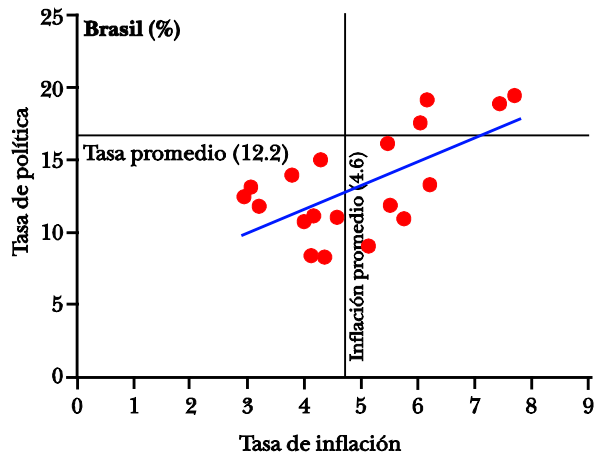
presas que habían participado previamente en las transacciones de derivados sin cobertura. Sin embargo, al explicar su decisión de flexibilizar la política monetaria y garantizar el funcionamiento de los mercados financieros, los bancos centrales del AL5 enviaron claramente el mensaje de que el endurecimiento de la política monetaria comenzaría tan pronto como aparecieran presiones inflacionarias.

GRÁFICA VI. ACONTECIMIENTOS MONETARIOS Y CRECIMIENTO DEL CONSUMO PRIVADO, 2001-2010 (cambio porcentual, doce meses)



— Inflación
 — Crecimiento del crédito
 — Crecimiento del crédito (Haver)

GRÁFICA VII. AL5: TASAS DE POLÍTICA E INFLACIÓN, 2005-2009

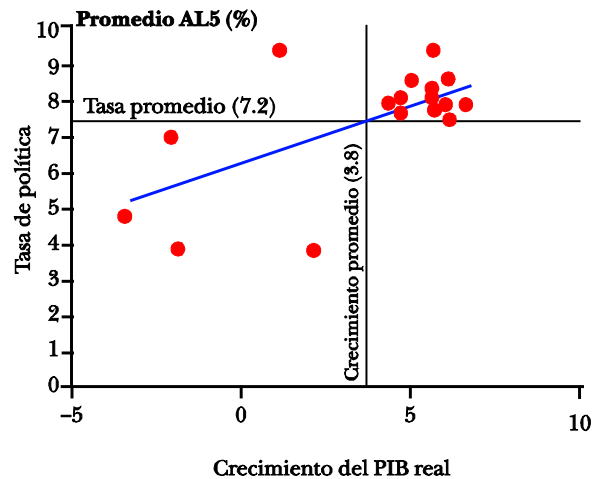
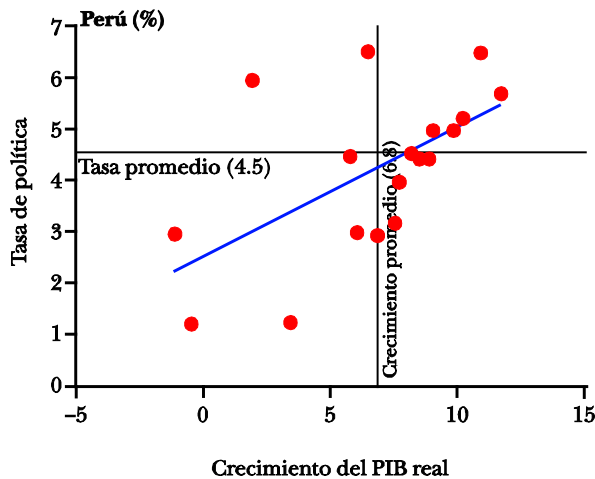
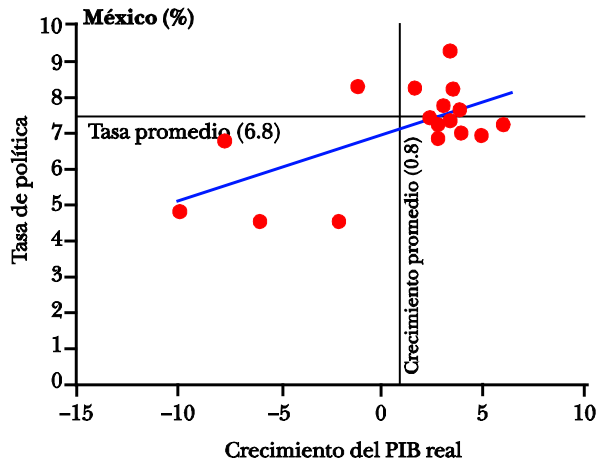
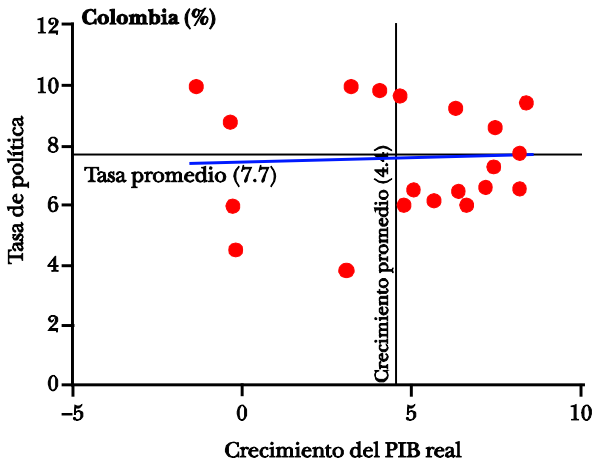
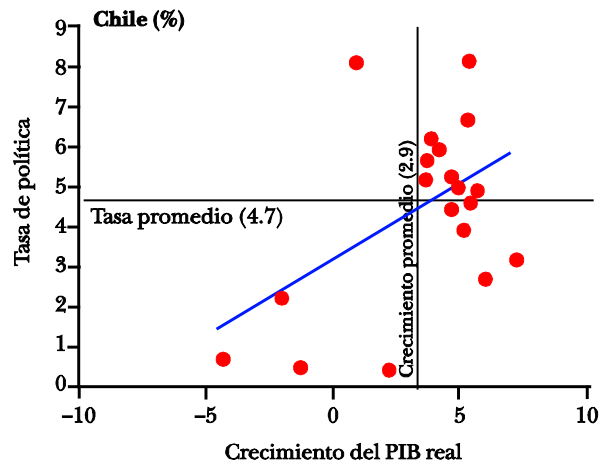
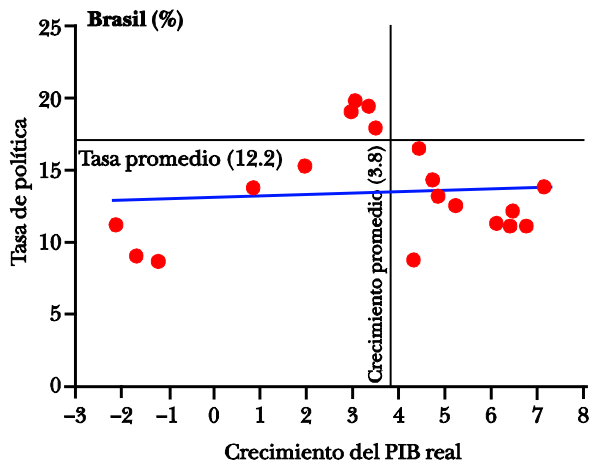


NOTA: Cálculos de autoridades nacionales y personal del FMI.

Además de las publicaciones y anuncios periódicos, los bancos centrales del AL5 explicaron sus medidas no convencionales para facilitar la liquidez. El Banco Central do Brasil emitía un comunicado de prensa cada día que se adoptaba

una medida. En México, el banco central publicó una nota sobre las medidas oficiales adoptadas para preservar la estabilidad financiera, parte de la cual se reprodujo en el informe sobre la inflación de julio-septiembre del 2008. El Banco

GRÁFICA VIII. AL5: TASAS DE POLÍTICA Y CRECIMIENTO DEL PIB, 2005-2009



NOTA: Cálculos de autoridades nacionales y personal del FMI.

Central de Chile publicó en noviembre del 2008 una actualización de sus proyecciones, en lugar de esperar hasta el siguiente informe de política

monetaria. El Banco Central de Reserva del Perú explicó en su página web las medidas que adoptó para enfrentar la crisis internacional.

4) *Esta vez fue diferente*

En resumen, los bancos centrales del AL5 han superado con éxito las pruebas planteadas por los precios de los productos básicos y los combustibles, las salidas de capital y una recesión mundial. Han permitido que el tipo de cambio se mueva, mientras mantienen las expectativas de inflación bien ancladas alrededor de sus niveles meta. En particular, las expectativas de inflación de 12 meses se han mantenido dentro de la banda de metas de inflación durante la mayor parte del periodo de análisis en todos los bancos centrales del AL5, aun cuando la inflación en ese lapso salió del rango meta (gráfica IX). Por ejemplo, durante períodos de inflación alrededor del mundo (2007-2008), las expectativas de inflación fueron menores que la inflación actual. Esto sugiere que la credibilidad de los bancos centrales llevó a los mercados a distinguir entre el patrón cíclico de la inflación a corto plazo y las tendencias a largo plazo, manteniendo las expectativas inflacionarias a largo plazo. Las expectativas de inflación se mantuvieron ancladas a pesar de los fuertes movimientos en el tipo de cambio nominal, lo que sugiere que el traspaso se ha reducido significativamente en comparación con crisis anteriores.

Desde una perspectiva comparativa, aunque la mayoría de los países latinoamericanos fueron capaces de mantener una inflación relativamente baja, la volatilidad de la inflación fue significativamente menor en los países del AL5. Los países con regímenes cambiarios menos flexibles dependieron más de factores externos, los cuales fueron desfavorables durante la crisis financiera global. Recibieron más flujos de capital y enfrentaron una demanda interna más volátil (Canales-Kriljenko, de próxima publicación, y FMI, 2010).⁴⁰

⁴⁰ A pesar de ser vulnerables a las crisis financieras, los países con regímenes de tipo de cambio fijo también han podido mantener la inflación bajo control. El tipo de cambio fijo ha sido un ancla creíble para mantener las expectativas inflacionarias bajo control en algunas economías. Muchos de los 34 países de la región de América Latina y el Caribe, especialmente las islas pequeñas, aún dependen de marcos de política monetaria anclados al tipo de cambio del dólar de Estados Unidos. Estos incluyen los países con un fuerte compromiso con este régimen, es decir, los de la Unión Monetaria del Caribe Oriental y los que han adoptado directamente el dólar de Estados Unidos como moneda de curso legal (Ecuador, El Salvador y Panamá). A su vez, la experiencia de la inflación con regímenes intermedios ha sido desigual. Aunque algunos todavía tienen dificultades para controlar la inflación y las expectativas de inflación,

Sin embargo, a pesar de su reciente éxito, no hay lugar para la complacencia. Estos países ya se enfrentan a otro reto. Después de haberse recuperado inteligentemente de la recesión mundial, mientras que las economías avanzadas crepitaban, estas economías están otra vez recibiendo grandes flujos de capital. El cómo va a lidiar el AL5 con este aumento de capital, será otra prueba de qué tan bien gestionan los riesgos para la estabilidad financiera y económica.

IV. Sugerencias para mejorar la credibilidad y avanzar hacia una mayor flexibilidad en la política monetaria

Para los bancos centrales interesados en mejorar la credibilidad y aumentar la flexibilidad de sus marcos de política monetaria, como lo hicieron los países del AL5 durante los dos últimos decenios, las siguientes sugerencias podrían ayudarles a encontrar su propio camino. Las hemos reunido con base en la experiencia de los cinco países analizados anteriormente y las complementamos con las recomendaciones establecidas en la literatura y la experiencia del FMI con asistencia técnica y vigilancia.

1) Mejoramiento de la autonomía y la rendición de cuentas

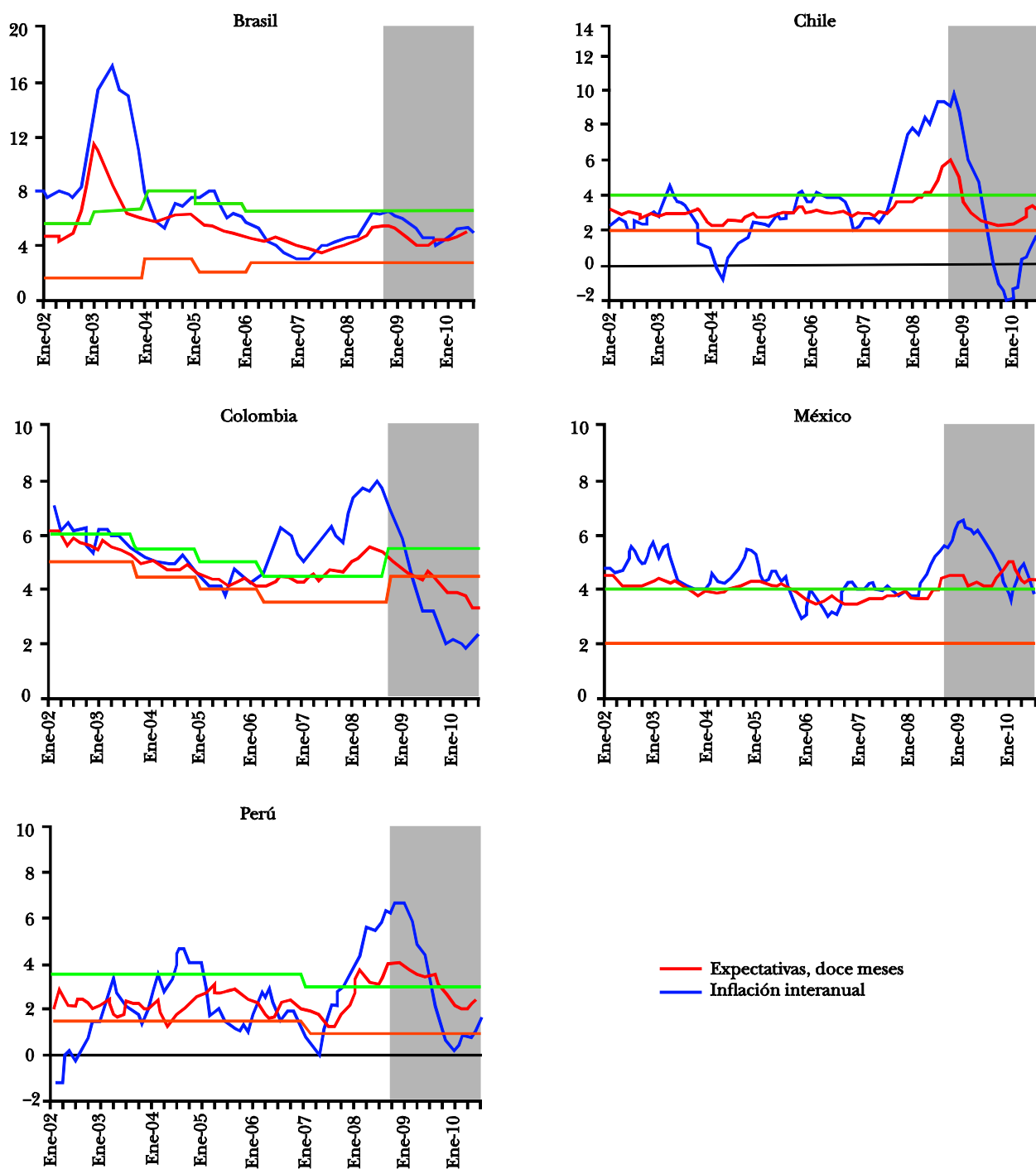
Los bancos centrales deben tener la autonomía necesaria para cumplir su mandato y resistir presiones políticas y de partes interesadas. La autonomía concedida por la ley puede recorrer un largo camino antes de resistir a esas presiones. Las principales disposiciones legales consisten en invertir al banco central con la facultad de gestionar de forma autónoma la tasa de interés oficial de referencia y prohibir o limitar los préstamos directos al gobierno.⁴¹ Una capitalización adecuada del banco central también podría ayudar con autonomía financiera, fortaleciendo la credibilidad de la política monetaria.⁴² Si bien

dada la falta de un anclaje nominal creíble, muchos países de este grupo también han podido preservar la estabilidad. A pesar de que la inflación se ha mantenido relativamente estable, estos países pueden haber perdido la oportunidad de atenuar mejor las perturbaciones en sus economías derivadas de choques externos.

⁴¹ Para recomendaciones específicas sobre financiamiento de los bancos centrales al gobierno consultar a Jácome *et al.* (2011).

⁴² Consultar Stella (2005).

GRÁFICA IX. TASAS DE INFLACIÓN Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN DEL GRUPO AL5, 2002-2010 (tasa porcentual anual)



FUENTE: Sitios web de bancos centrales de AL5.

muchos países alrededor del mundo ya han tomado medidas tendientes a fortalecer la autonomía de los bancos centrales, en varios casos esto no se ha observado en la práctica. Como muestra la experiencia en América Latina, consolidar la autonomía y la independencia podría

tomar mucho tiempo y dependerá de qué tan fuerte sea el apoyo político a una autonomía efectiva, además de los cambios legales. Para aumentar las posibilidades de reunir este apoyo político, los bancos centrales deben ser legalmente responsables a cambio de la mayor autoridad

delegada que reciban. Si bien no hay mejores prácticas en rendición de cuentas, a excepción de las presentaciones de las autoridades del banco central ante el Congreso para informar sobre el cumplimiento de sus objetivos de política, la sabiduría convencional hace hincapié en mejorar la transparencia de los bancos centrales.

2) *Mejoramiento de las estrategias de comunicación y transparencia*

Mejorar la comunicación y la transparencia es fundamental para aumentar la eficacia y credibilidad de la política monetaria. Por otra parte, son particularmente aceptadas para apoyar a los regímenes de tipo de cambio flexible, como el de metas de inflación. La eficacia de estos regímenes de política se puede beneficiar si las empresas, los hogares y las instituciones financieras confían que las autoridades de política monetaria se comportarán de acuerdo con los objetivos de su política. Esta confianza puede ser respaldada cuando los participantes del mercado también pueden verificar por sí mismos, a un costo razonablemente bajo, que las autoridades monetarias están actuando en consonancia con sus objetivos establecidos. Mantener la consistencia de la política consiste en facilitar toda la información posible sobre la política del banco central, sin poner en peligro o dañar su capacidad de negociación en el mercado.⁴³

3) *Adopción de un régimen de política monetaria apropiado y adaptación al mismo*

La experiencia de los países del AL5 sugiere que el de metas de inflación ha demostrado ser un régimen eficaz de política, pero la simplicidad y la flexibilidad se compensan en los regímenes alternativos de política monetaria. Los marcos simples, como el ancla del tipo de cambio, son más fáciles de manejar, pero los marcos más complejos ofrecen más flexibilidad que podría reducir los costos por choques adversos.⁴⁴

⁴³ Algunos ejemplos pueden ser ilustrativos. Se puede alcanzar más transparencia y credibilidad si una institución que es independiente de la autoridad monetaria genera los datos sobre la inflación y el PIB. Además, se puede mejorar la transparencia al realizar encuestas periódicas sobre las expectativas de inflación y actividad económica, que podrían ponerse a disposición del público y compararse con las proyecciones y metas del banco central.

⁴⁴ Muchos bancos centrales en países menos desarrollados, que trabajan bajo un régimen de metas monetarias

Por ejemplo, los tipos de cambio flexibles podrían ayudar a proteger la economía nacional de los choques externos que necesitan una depreciación real. La depreciación nominal de la moneda evitaría la necesidad de una caída en el nivel de precios, que bajo rigideces nominales podría agravar una recesión. Por el contrario, bajo un régimen de tipo de cambio fijo o uno convencional vinculado a una divisa, los mismos choques pueden dar lugar a un ajuste interno más agudo si las tasas de interés deben aumentar para defender el tipo de cambio. Sin embargo, los regímenes cambiarios más flexibles son más costosos de adoptar y manejar. Para algunas de las economías más pequeñas, estos costos fijos pueden inclinar la balanza hacia marcos más simples, aun si se beneficiaran de un marco de política monetaria más flexible. Aunque los países del AL5 se han beneficiado con la flexibilidad de las metas de inflación, los demás países deben elegir sus regímenes con base en sus circunstancias específicas.

Las autoridades que eligen una mayor flexibilidad nominal deben establecer incentivos y mecanismos apropiados para la gestión de los riesgos asociados a ella. Estos incentivos deben minimizar las perturbaciones potenciales derivadas de una mayor volatilidad nominal. Esto es importante en países con poca experiencia en la gestión del riesgo de tipo de cambio cuando se transita a una mayor flexibilidad cambiaria.⁴⁵ Pasar de un entorno de tipo de cambio totalmente fijo hacia uno flexible es más exitoso si los países lo hacen poco a poco y toman algunas precauciones. En particular, los países deben mantener un ancla nominal durante la transición para mantener las expectativas de inflación bajo control. También es fundamental redefinir las normas prudenciales para alentar a las entidades privadas a asumir riesgos de tipo de cambio con prudencia, especialmente las instituciones financieras privadas que se benefician de las redes de seguridad. Estos mecanismos pueden incluir normas sobre posiciones abiertas netas en moneda extranjera, dejando a un lado el capital

también querrían aumentar la flexibilidad de sus marcos. Estos bancos centrales a menudo dirigen la política monetaria usando las herramientas de programación financiera tradicionales. Sin embargo, podrían querer trasladarse hacia un marco monetario más flexible, como por ejemplo de metas de inflación, al controlar la base monetaria –u otro agregado monetario– se hace cada vez más difícil o la asociación entre el dinero y la inflación se vuelve inestable.

⁴⁵ Consultar Dutagupta *et al.* (2004).

para riesgos de tipo de cambio, teniendo en cuenta las pruebas de tensión para las posiciones de tipo de cambio o valor de la exposición al riesgo, entre otros. Entre los mecanismos para la gestión de los riesgos cambiarios, las autoridades podrían ayudar a desarrollar y regular los mercados para ese fin, incluyendo los mercados de futuros y *forwards*.

A menudo son necesarios cambios institucionales más profundos. Vale la pena destacar tres áreas. En primer lugar, el banco central puede tener que reorganizarse. Esto puede incluir modificar la ley del banco central como lo hicieron la mayoría de los países del AL5, reestructurar el banco central (como en Brasil y especialmente en Perú) y adquirir experiencia operativa en nuevas áreas.⁴⁶ En segundo lugar, los cambios en el marco de la política monetaria vigente pueden afectar significativamente la manera en que la economía reacciona a los choques adversos. Por lo tanto, la autoridad monetaria necesitaría mejorar los métodos y las técnicas para comprender mejor cómo las decisiones de política monetaria interactúan con la evolución económica. En tercer lugar, el banco central necesitaría definir cómo compra y vende divisas para no interferir demasiado en el mercado cambiario.

4) Mejoramamiento del marco de la política y operativo

En los países que se alejan de los regímenes de tipo de cambio fijo, la flexibilidad monetaria puede aumentar en varios frentes, con diversos grados de complejidad:

- Cambio de la meta para medir el éxito de la política monetaria. El nivel de precios y las metas de inflación⁴⁷ proporcionan más flexibilidad que las monetarias o las de tipos de cambio. Enfocarse en el objetivo final nominal de la inflación permitirá que el dinero y el tipo de cambio se muevan en respuesta a los choques externos, cuando no apartan la inflación de su meta a largo plazo. Medir el éxito de la política monetaria por lo cerca que un pronóstico de inflación esté de su meta, a diferencia de las desviaciones del nivel de precios

⁴⁶ Consultar Canales-Kriljenko *et al.*, 2006.

⁴⁷ Los marcos de política monetaria basados en metas de niveles de precios vienen en varias formas: metas de inflación anterior, metas de pronósticos de inflación, metas de nivel de precios o pronóstico del nivel de precios, entre otros.

o la inflación de la meta, proporciona aún más flexibilidad.

- Establecimiento de un rango meta para medir el éxito, en vez de una meta puntual. La desventaja es que los bancos centrales difícilmente cumplen una meta puntual, sino que dicha meta brinda una orientación más clara acerca de si el banco central tuviera necesidad de cambiar la tasa de referencia. Las alternativas incluyen la incorporación de guías intermedias dentro de un rango. El ancho de los rangos meta podría reflejar la volatilidad de la inflación general en torno a la inflación subyacente, u otras medidas de volatilidad relativa de los precios.
- Traslado del objetivo operacional en respuesta a choques adversos. Es conveniente adoptar una función de reacción de política monetaria, en lugar de fijar un valor para la variable operativa y mantenerlo a pesar de los choques que afecten la economía.⁴⁸ Lo mismo se aplica a los marcos que establecen sus variables operativas como el dinero o las tasas de interés nominal de corto plazo.⁴⁹ Del mismo modo, en lugar de mantener el tipo de cambio nominal fijo todo el tiempo, permitirle que se mueva cuando la economía está, por ejemplo, frente a un choque que provocará la apreciación real del tipo de cambio, podría evitar una volatilidad innecesaria en la tasa de inflación. Lo importante es hacerlo de forma sistemática y que se explique con claridad al público.⁵⁰
- Permitir que las decisiones de política monetaria reaccionen a las desviaciones de corto plazo en la actividad económica. Esto equivale

⁴⁸ Una función de reacción para la tasa oficial de referencia podría ayudar a ilustrar la tendencia de la junta directiva que toma las decisiones de políticas conforme pasa el tiempo y puede ilustrar los efectos de comportarse de tal manera.

⁴⁹ Aunque tanto las tasas de interés a corto plazo como los tipos de cambio están claramente relacionados, en principio es posible establecer funciones de reacción mutuamente congruentes pero separadas claramente para estas dos variables, otorgando un nivel mayor de flexibilidad, pero potencialmente más difícil de monitorear y explicar al público. También es posible incluir el tipo de cambio en la función de reacción de la tasa de referencia y viceversa. En particular, en países con grandes exposiciones de divisas en todo el sistema asociadas a la dolarización financiera, las autoridades pueden considerar la inclusión de los movimientos del tipo de cambio (y la acumulación de reservas) directamente en sus funciones de reacción de la política.

⁵⁰ Consultar Parrado (2004) y Stone *et al.* (2009).

a incluir la brecha de producto (las desviaciones de la actividad económica de su nivel potencial de largo plazo) en la función de reacción de política monetaria. Esto no tiene por qué afectar las expectativas de inflación, porque, por definición, las desviaciones temporales en la actividad económica desaparecerán en el horizonte de pronóstico, pero podrían hacer una diferencia significativa en el corto plazo. De hecho, en la práctica y con frecuencia, la política monetaria tiene como objetivo estabilizar la actividad económica en el corto plazo y la inflación en el mediano y largo plazos, según lo sugerido por la literatura empírica sobre las funciones de reacción de la política.

- Establecer la variable operativa como un objetivo en lugar del valor de la variable. En el primer caso, las autoridades, como las de Estados Unidos, llevan a cabo operaciones para mantener la variable operativa en el rango objetivo. Sin embargo, pueden dejar que el mercado se desvíe temporalmente en ciertas circunstancias, por ejemplo, en respuesta a las expectativas que el banco central puede considerar sin fundamento. Establecer la variable operativa como un objetivo da más flexibilidad, pero manteniéndola en el objetivo envía una señal más fuerte.

5) Manejo de las vulnerabilidades macrofinancieras

En el marco de cualquier régimen de política monetaria, las vulnerabilidades macrofinancieras deben ser bajas para que el banco central ejecute consistentemente una política monetaria creíble y flexible. Con baja vulnerabilidad, las empresas y los hogares pueden esperar con seguridad que el banco central mantenga baja la inflación. Estas expectativas de baja inflación son aquellas que permiten al banco central avanzar en el frente más conveniente en reacción a choques adversos.

A su vez, el fuerte anclaje de las expectativas de inflación permite a los países reducir la vulnerabilidad macroeconómica. Por ejemplo, las expectativas de baja inflación permiten que el gobierno aumente la participación y el vencimiento de la deuda pública denominada en moneda nacional, a tasas de interés compatibles con la meta de inflación. Un marco de política monetaria creíble y flexible que ancla las expectativas de inflación también puede ayudar a reducir

gradualmente la dolarización financiera, como sugiere la experiencia de Perú. Por último, la baja dolarización resultante de la deuda pública y los balances generales de los bancos ofrecen más margen de maniobra para la flexibilidad del tipo de cambio, lo que podría ayudar a desalentar los grandes flujos de capital desestabilizadores durante los períodos de condiciones financieras externas favorables.

El marco fiscal independiente y el de política prudencial necesitan mantener las vulnerabilidades bajas para ser compatibles con una inflación baja. Los bancos centrales sólo pueden estar seguros de poder mantener baja la inflación cuando las posiciones fiscales son fuertes y las instituciones financieras sólidas. De lo contrario, podrían tener que imprimir dinero para evitar un resultado peor. Los marcos fiscales necesitan evitar el rápido aumento de la deuda pública u otros pasivos que el banco central podría tener que monetizar. Estos marcos pueden variar en el grado de discrecionalidad que dan a las autoridades, incorporando los que están más basados en normas, por ejemplo, en las leyes de responsabilidad fiscal o las reglas categóricas de la política fiscal. A su vez, regular y supervisar las instituciones financieras según marcos de política claros es también una necesidad para evitar los rescates cuantiosos. Finalmente, los países deben trabajar en pro de la creación de marcos de política macroprudencial con el fin de evitar la acumulación de riesgos financieros sistémicos.

Anexo 1

Cuadro A. 1

DISPOSICIONES DE POLÍTICA E INSTITUCIONALES CLAVE EN BANCOS CENTRALES DEL LA5

<i>País</i>	<i>Brasil</i>	<i>Chile</i>	<i>Colombia</i>	<i>México</i>	<i>Perú</i>
Mandato de política					
Objetivo del banco central	Formular políticas crediticias y monetarias con el objeto de alcanzar el progreso social y económico para el país (Ley 4595/64). Garantizar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda y la solidez y eficiencia del sistema financiero (del sitio web del banco central, tal y como lo aprobó la Junta Directiva en febrero de 2007).	Preservar la estabilidad de la moneda y el funcionamiento normal de pagos internos y externos.	Preservar la capacidad adquisitiva de la moneda.	Buscar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda. También deberá promover el sólido desarrollo del sistema financiero y un funcionamiento adecuado de los sistemas de pago.	Preservar la estabilidad monetaria.
Reglas vigente					
Estructura de la Junta Directiva	Está constituida por el gobernador y siete vicegobernadores con responsabilidades ejecutivas. Existe también el Consejo Monetario Nacional (CMN) que es el más alto órgano del sistema financiero brasileño; sus miembros son el ministro de Finanzas (presidente), el ministro de Planeación y el gobernador del Banco Central do Brasil.	Consta de cinco miembros (incluyendo el gobernador).	Consta de siete miembros, incluyendo el ministro de Finanzas (presidente de la Junta) y el gerente general del Banco de la República (gobernador).	La Junta de Gobernadores debe estar conformada por cinco miembros. Hay un gobernador y los restantes miembros se llaman subgobernadores.	Compuesta por siete miembros (incluyendo al gobernador).
¿Quién nombra al gobernador y cuánto dura su gestión?	El presidente de la República, sujeto a aprobación del Senado, sin período específico.	El presidente de la República entre los miembros del Consejo del Banco Central por un período de cinco años.	La Junta Directiva por un período de cuatro años y puede ser reelecto por dos períodos consecutivos.	El presidente de la República, por seis años, de entre los cinco miembros de la Junta de Gobierno.	El presidente de la República, por el mismo período administrativo, y el Congreso ratifica su nombramiento.
¿Quién nombra a la Junta y cuánto dura su período?	Los vicegobernadores del BCB son nombrados por el presidente de la República, sujeto a aprobación del Senado, sin período específico.	Es nombrada por el presidente de la República, con la aprobación previa del Senado por un período de diez años.	El presidente de la República nombra a los miembros de la Junta Directiva. Cada presidente puede nombrar sólo a dos miembros de la Junta Directiva en su período.	El presidente de la República con la aprobación de la Cámara de Senadores, o la Comisión Permanente, cuando corresponda, nombra a los vicegobernadores por un período de ocho años.	Tres miembros son nombrados por el presidente de la República y tres por el Congreso, todos por los mismos cinco años del período constitucional.
Dimisión de los miembros de la Junta Directiva	Los miembros de la Junta Directiva, incluyendo al gobernador, pueden ser destituidos en cualquier momento por el presidente de la República.	Previa aprobación del Senado, el presidente de la República puede destituir a cualquier miembro del Consejo o a todos, siempre	Los miembros de la Junta Directiva tienen el estatus de servidores públicos y, por ende, son destituidos por el presidente de la República,	Los miembros de la Junta de Gobierno pueden ser destituidos únicamente por causas apremiantes establecidas en el art. 43 de la Ley del Banco de	Los miembros del Directorio sólo se pueden destituir en caso de delito o falta de ética profesional grave. La resolución se adopta con una

y cuando hayan votado por resoluciones que impliquen una violación material del mandato del Banco.	con base en violaciones legales específicas.	México. La Junta de Gobernadores toma la decisión final.	mayoría de 2/3 del total de miembros del Congreso. Al miembro de la Junta Directiva se le otorgan por lo menos diez días para presentar su declaración de descargo y el derecho a defenderse a sí mismo antes de una sesión plenaria del Congreso.
--	--	--	--

Autonomía operativa

Formulación de política monetaria (instrucciones, coordinación, consulta con el gobierno)	La Junta Directiva del Banco es responsable de la formulación, el monitoreo y el control de la política monetaria, de conformidad con las instrucciones del CMN. El CMN establece la meta de inflación y la Junta Directiva del BCB dispone – en una reunión del Comité de Política Monetaria (Copom) – la meta para la tasa oficial de referencia.	El Banco está autorizado a regular la cantidad de divisas y crédito en circulación, y el rendimiento de las transacciones de crédito. Además emite regulaciones relativas a aspectos monetarios, créditos y financieros.	El Banco está facultado para formular y aplicar políticas crediticias y monetarias con el objeto de regular las condiciones monetarias y de liquidez, en consonancia con su objetivo primario y en coordinación con la política económica general. La política monetaria es instrumentada mediante cambios en la tasa de referencia.	Banxico está a cargo de la formulación de política monetaria para alcanzar su mandato legal.	El Banco está a cargo de la formulación de política monetaria de conformidad con su mandato y de la aprobación de las regulaciones necesarias para su aplicación.
Política de tipo de cambio (formulación y ejecución)	La Junta del Banco es responsable de la formulación, el monitoreo y el control de la política de tipo de cambio, de conformidad con las direcciones del CMN.	El Banco está autorizado a regular transacciones de divisas y, en general, aspectos del cambio de divisas.	La Junta Directiva del Banco está a cargo de determinar la política de tipo de cambio de conformidad con el ministro de Hacienda.	Banxico regula el cambio de divisas según los lineamientos establecidos por la Comisión de Cambio –conformada por el secretario y subsecretario de Hacienda, otro subsecretario de esta secretaría, el gobernador de Banxico y dos miembros más de la Junta de Gobierno designados por el gobernador. La Comisión está presidida por el secretario de Hacienda.	El Banco está autorizado a vender y comprar divisas, pero la ley no le asigna explícitamente poderes para formular y ejecutar políticas de tipo de cambio.
Tasa oficial de referencia (qué es, quién decide y frecuencia de reuniones para decidir)	La tasa de referencia es la tasa promedio de interés con recompra a un día con garantía de valores de gobierno. Tales operaciones se registran en el sistema Selic, el CSD para valores gubernamentales. La tasa es conocida como la tasa Selic. El Copom se reúne ocho veces al año en fechas pre-anunciadas.	La tasa de política monetaria (TPM), una tasa de interés interbancario, es la variable operativa. El Consejo se reúne mensualmente, en fechas programadas, para decidir sobre posibles cambios a la TPM.	La tasa de política es la tasa mínima para las subastas diarias – expansivas– de valores con recompra a un día. Las decisiones acerca de cambios en la tasa oficial de referencia corresponden a la Junta Directiva durante su reunión mensual, que tiene lugar en fechas anunciadas.	Banxico usa la tasa de interés interbancario a un día como su variable operativa. La Junta de Gobierno se reúne en fechas mensuales programadas para evaluar posibles cambios en la tasa de referencia.	El Banco usa la tasa de interés referencial como variable operativa para guiar las tasas interbancarias a un día. Este tipo de interés lo define el Directorio durante sus reuniones mensuales que tienen lugar en fechas programadas.

Crédito para el gobierno	El Banco no puede financiar, ni directa ni indirectamente al gobierno. Está autorizado a comprar valores estatales, pero únicamente para refinarciar los de su cartera que se están venciendo.	El Banco Central no puede financiar ni directa ni indirectamente al gobierno, excepto en caso de guerra con el exterior, como está determinado por el Consejo de Seguridad Nacional.	El Banco está autorizado a otorgar créditos al gobierno central, con aprobación unánime de la Junta Directiva.	Banxico puede otorgar crédito al gobierno federal por hasta 1.5% de los gastos de este, según está establecido en el presupuesto para el año correspondiente, sin tomar en cuenta la amortización de deuda.	El Banco tiene prohibido otorgar crédito al gobierno, excepto para la adquisición, en el mercado secundario, de valores emitidos por la Tesorería Pública. Estos valores no pueden exceder el 5% de la base monetaria.
Integridad del capital del banco central	Las ganancias del banco central se consideran ingresos del Tesoro Nacional y se deben transferir en diez días hábiles una vez que se aprueban los estados financieros del Banco Central cada semestre. Las pérdidas se consideran un pasivo de la Tesorería con el Banco y están incluidas en el presupuesto estatal del año siguiente.	El capital del Banco Central se puede aumentar capitalizando reservas, según decisión de la mayoría de los miembros del Consejo. El Consejo también puede solicitar al ministro de Finanzas el aumento de su capital o contribuciones específicas para sus activos a cuenta de los fondos que pueden obtener en el marco de la Ley del Presupuesto Nacional.	Las pérdidas del Banco se cubren con fondos previamente acumulados en la reserva de estabilización cambiaria y monetaria. El gobierno abastecerá las restantes necesidades de recursos para restablecer la integridad del capital del Banco.	Banxico traspasa al gobierno federal la totalidad de su excedente operativo una vez que ha aprovisionado las reservas establecidas en su Ley. El gobierno no está facultado para restaurar el capital de Banxico si lo necesitara.	En el caso de una pérdida de capital, se carga a las reservas legales del Banco Central. Si las reservas no son suficientes, en el término de 30 días a partir de la aprobación del balance general, el Tesoro emite y entrega al Banco valores de deuda que devengan intereses no negociables equivalentes al monto pendiente.

Rendición de cuentas

Procedimientos de rendición de cuentas (comparaciones en el Congreso, informe de inflación)	El gobernador del Banco Central comparece ante el Congreso en el término de los 90 días posteriores al final de cada semestre, para evaluar el cumplimiento de los objetivos y las metas de las políticas monetaria, de tipo de cambio y crediticia y presentar estados financieros del Banco. Si el Banco Central no puede alcanzar la meta de inflación, el gobernador deberá explicar por qué y cuáles serán las acciones correctivas en una carta abierta al ministro de Finanzas. El Banco Central publica un informe de inflación trimestralmente.	El Banco informa al presidente de la República y el gobernador comparece ante el Senado cuatro veces por año, una vez que el Banco publica el informe de política monetaria.	Por ley, el Banco debe presentar al Congreso, dentro de los diez días a partir del inicio de cada período ordinario de sesiones, un informe sobre la instrumentación de las políticas monetarias, de tipo de cambio y crediticias. El informe incluye una evaluación de los resultados logrado durante el período anterior, y los objetivos para el período posterior y para mediano plazo. El Banco publica y divulga un informe de inflación de forma trimestral.	Por ley, Banxico debe informar al presidente y al Congreso de la siguiente manera: i) la política monetaria que seguirá durante el año respectivo y un informe del presupuesto de Banxico para el año (enero); ii) un informe de la instrumentación de política monetaria durante el primer semestre del año (septiembre); y iii) un informe sobre la instrumentación de la política monetaria durante el segundo semestre del año anterior (abril). Banxico publica también un informe de inflación trimestral y un informe anual de estabilidad financiera.	De conformidad con la Constitución, el Banco Central tiene que informar al país, puntual y periódicamente, el estado de las finanzas nacionales bajo la responsabilidad del Directorio. El Directorio presenta también al ministro de Economía y Finanzas un informe relativo a todos los aspectos de la política económica que afectan negativamente dicha labor. El Banco Central publica trimestralmente un informe de inflación y un informe de estabilidad financiera una o dos veces al año.
Divulgación de estados financieros	Los estados financieros del Banco Central se publican cada mes en el sitio web, y se presentan al Congreso	El Banco Central prepara un informe que contiene sus estados financieros, auditados por una	Los estados financieros del Banco se publican en los diarios de mayor circulación nacional en el término	El secretario de Hacienda, con la aprobación de la comisión de vigilancia de contabilidad financiera	Después de ser aprobados por el Directorio, el Banco Central publica sus estados financieros

	al final de cada semestre (consultar arriba).	empresa externa. El informe está disponible para el público y se presenta al ministro de Finanzas y al Senado antes de finales de abril de cada año.	de un mes posterior a la fecha de su aprobación por parte de la Junta Directiva, que requiere la autorización de la Superintendencia de Bancos.	de la Cámara de Diputados designa al auditor externo de Banxico (seleccionado entre tres prestigiosas empresas de contabilidad nombradas por la asociación de contadores). Banxico publica estados financieros al final del año y estados consolidados el último día de cada mes.	en la gaceta oficial, auditados y certificados por el Jefe de la Unidad de Control Interno. El Banco publica también cada mes un resumen de su balance general en la gaceta oficial.
Divulgación de decisiones de política	Las decisiones de Copom se dan a conocer en un comunicado después de las 6 pm cuando acaba la reunión de dos días. Las minutas se divulgan en el término de seis días posteriores a las reuniones.	El Banco Central da a conocer un comunicado luego de la reunión mensual del Consejo. También publica información en su sitio web acerca de todas las otras decisiones de política adoptadas. El Banco publica las actas de las reuniones de política y los patrones de votación.	El Banco da a conocer un comunicado después de la reunión mensual de la Junta Directiva y lo coloca en su sitio web, así como otra información relevante. También publica las actas de las reuniones de política.	Banxico da a conocer un comunicado después de la reunión mensual de la Junta de Gobierno lo coloca en su sitio web, así como otra información relevante.	El Banco Central da a conocer un comunicado después de la reunión mensual del Directorio y lo coloca en su sitio web junto con otra información relevante.

Cuadro A. 2

RESUMEN DE RESPUESTAS DE LOS BANCO CENTRALES LATINOAMERICANOS A LA CRISIS GLOBAL FINANCIERA
(OCTUBRE DEL 2008 A JULIO DEL 2009. A MENOS QUE SE INDIQUE LO CONTRARIO, LAS MEDIDAS
SE TOMARON EN EL ÚLTIMO TRIMESTRE DEL 2008)

	<i>Brasil</i>	<i>Chile</i>	<i>Colombia</i>	<i>México</i>	<i>Perú</i>
Manejo de liquidez en moneda nacional	Diversas medidas para reducir los requerimientos de reservas, algunas son condicionales al uso de recursos liberados (septiembre a diciembre de 2008).	<ul style="list-style-type: none"> - Garantías para operaciones con recompra elegibles ampliadas. - Plazo regular para operaciones con recompra ampliado a 28 días. - Líneas de crédito con garantías para plazos de más de 28 días. - Facilidad de préstamos a 90 y 180 días (FLAP) a la tasa de referencia de 0.5% (julio de 2009). 	- Reducción de requerimientos de reserva.	<ul style="list-style-type: none"> - Garantía elegible ampliada y costo menor para la facilidad de sobregiro. - Garantía elegible ampliada para las operaciones de mercado abierto de suministro de liquidez. - Subasta de compra de valores (esterilizados) del IPAB (asegurador de depósitos). 	<ul style="list-style-type: none"> - Operaciones con recompra de valores con plazos de hasta un año. - Canjes de moneda extranjera usados para inyectar liquidez en soles. - Menos requerimientos de reservas.
Mercado al contado de dólares	- Ventas de 14,300 millones de octubre de 2008 a enero de 2009.	- Compras de dólares detenidas (programa de acumulación de reservas) desde septiembre de 2008.	- Se detuvieron las compras diarias de 20 millones de dólares.	- Ventas por medio de subastas diarias (15,500 millones de octubre de 2008 a julio de 2009), subastas extra (11,000 millones en octubre de 08) y directamente (1,800 millones en febrero de 2009).	- Ventas netas de 6,800 millones de septiembre de 2008 a febrero de 2009, de las cuales 4,600 millones en septiembre y octubre de 2008.
Otras medidas relacionadas con divisas	<ul style="list-style-type: none"> - Préstamo de 9,700 millones por medio de canjes de divisas septiembre de 2008 a enero de 2009. - Subastas de préstamos para financiar operaciones comerciales de 10,600 millones de octubre de 2008 a marzo de 2009. - Línea de canje de divisas de 30,000 millones de dólares establecida con la Reserva Federal (octubre de 2008). 	<ul style="list-style-type: none"> - Canjes de divisas, primero con un plazo de 28 días luego de 180 días. - Se permitió cubrir requerimientos de reservas de dólares usando pesos. 	<ul style="list-style-type: none"> - Se eliminó el requisito de reservas sin rendimiento sobre deudas externas y prefinanciamiento de exportaciones. - Se solicitó una línea de crédito flexible de 10,400 millones de dólares (LCF) del FMI (abril de 2009). 	<ul style="list-style-type: none"> - Línea de canje de divisas de 30,000 millones de dólares establecida con la Reserva Federal (octubre de 2008). - Se solicitó una línea de crédito flexible de 47,000 millones de dólares (LCF) del FMI (abril de 2009). 	<ul style="list-style-type: none"> - Se permitieron operaciones con recompras de dólares (pero no se usaron) - Ventas de certificados indexados a dólares pero establecidos en soles.
Uso de derivados	- Exposición neta en canjes de moneda no entregables, la cual pasó de 22,000 millones en dólares en octubre de 2008 a cerca de 11,000 millones menos en diciembre de 2008 y luego a que no hubiera exposición en junio de 2009.		- Se reactivan las subastas de "opciones de volatilidad" para comprar o vender dólares, lo cual condujo a ventas de 600 millones de dólares de octubre de 2008 a febrero de 2009.	- Canjes de tipo de interés con bancos comerciales.	

FUENTE: Respuestas de los bancos centrales a un cuestionario para los bancos centrales del AL5.

References

- Barbosa, Nelson (2010), "Latin America: Counter-cyclical in Brazil: 2008-09", *Journal of Globalization and Development*, vol. 1, núm. 1, pp. 1-14.
- Bogdanski, Joel, Alexandre Antonio Tombini y Sérgio Ribeiro da Costa Werlang (2000), *Implementing Inflation Targeting in Brazil*, Banco Central do Brasil (Working Paper, núm. 1).
- Borio Claudio, y Piti Disyatat (2009), *Unconventional monetary policies: an appraisal*, BPI, noviembre (Working Papers, núm. 292).
- Canales-Kriljenko, Jorge Iván, Luis I. Jácome H, Ali Alichí e Ivan Luíz de Oliveira Lima (2010), *Weathering the Global Storm: The Benefits of Monetary Policy Reform in the AL5 Countries*, Washington (Working Paper, núm. 10/292).
- Canales-Kriljenko, Jorge Iván, Turgut Kışınbay, Rodolfo Maino y Eric Parrado (2006), *Setting the Operational Framework for Producing Inflation Forecasts*, FMI, Washington (Working Paper, núm. 06/122).
- Canales-Kriljenko, Jorge Iván, *The Impact of External Developments on Emerging Markets: The Role of Exchange Rate Flexibility*, FMI, de próxima aparición (Working Paper).
- Carstens, Agustín, y Luis I. Jácome H. (2005), *Latin American Central Bank Reform: Progress and Challenges*, (Working Paper, núm. 05/114).
- Céspedes C., Luis Felipe, y Rodrigo Valdés P. (2006), "Autonomía de bancos centrales: la experiencia chilena", *Revista de Economía*, vol. 9, núm. 1, abril; disponible en: http://www.bcentral.cl/estudios/revista-economia/2006/abr/Vol9N1abr2006pp25_47.pdf.
- Cowan, Kevin, Andrew Filardo, Pablo García, y Hans Genberg (2009), *IT in Financially Stable Economies: Has it been Flexible Enough?*, documento presentado en la Decimotercera Conferencia Anual del Banco Central de Chile: Política Monetaria bajo Turbulencia Financiera, noviembre; disponible: http://www.bcentral.cl/conferencias-seminarios/conferencias-anales/2009/Cowan_Garcia.pdf.
- Crowe, Christopher, y Ellen Meade (2008), "Central Bank Independence and Transparency: Evolution and Effectiveness", *European Journal of Political Economy*, vol. 24, diciembre, pp. 763-777.
- Cukierman, Alex, Steven Webb y Bilin Neyapti (1992), "Measuring the Independence of Central Banks and its Effect on Policy Outcomes", *The World Bank Economic Review*, vol. 6, pp. 352-398.
- Duttagupta, Rupa, Gilda Fernández y Cem Karacadag (2004), *From Fixed to Float: Operational Aspects of Moving Towards Exchange Rate Flexibility*, FMI, Washington, julio (Working Paper, núm. 04/126).
- Gredig U., Fabián, Klaus Schmidt-Hebbel D. y Rodrigo O. Valdés P. (2008), "El horizonte de la política monetaria en Chile y otros países con metas de inflación", *Revista de Economía*, vol. 11, núm. 1, abril.
- Habermeier, Karl, İnci Ötoker-Robe, Luis I. Jácome, Alessandro Giustiniani, Kotaro Ishi, David Vávra, Turgut Kışınbay y Francisco Vázquez (2009), *Inflation Pressures and Monetary Policy Options in Emerging and Developing Countries: A Cross Regional Perspective*, FMI (Working Paper, núm. 09/1).
- Heenan, Geoffrey, Marcel Peter y Scott Roger (2006), *Implementing Inflation Targeting: Institutional Arrangements, Target Design, and Communications*, FMI (Working Paper, núm. 06/278).
- FMI (2009), "Fiscal Policy Response to the Crisis: How Much Space for Countercyclical Policy?", en *Regional Economic Outlook Western Hemisphere- Crisis Averted – What's next?*, Washington, octubre.
- FMI (2010), "Challenges Arising from Easy External Financial Conditions", en *Regional Economic Outlook Western Hemisphere- Taking Advantage of Tailwinds?*, Washington, mayo.
- Ishi, Kotaro, Mark Stone y Etienne B. Yehoue (2009), *Unconventional Central Bank Measures for Emerging Economies*, FMI (Working Paper, núm. 09/226).
- Jácome, Luis I. (2008), *Central Bank Involvement in Banking Crises in Latin America*, FMI (Working Paper, núm. 08/135).
- Jácome, Luis I., y Francisco Vázquez (2008), "Any Link between Legal Central Bank Independence and Inflation? Evidence from Latin America and the Caribbean", *European Journal of Political Economy*, vol. 24, diciembre, pp. 788-801.
- Jácome, Luis I., Marcela Matamoros-Indorf, Mrinalini Sharma, y Simon Townsend (2012), *Central Bank Credit to the Government: What can we Learn from International Practices?*, FMI, Washington D. C.
- Kaminsky, Graciela, y Carmen Reinhart (1998), "Financial Crises in Asia and Latin America: Then and Now", *American Economic Review*, vol. 88, mayo, pp. 444-449.
- Kaminsky, Graciela, y Carmen Reinhart (1999), "The Twin Crises: The Causes of Banking and

- Balance-of-payments Problems”, *American Economic Review*, vol. 89, mayo, pp. 473-500.
- Ministerio de Hacienda de Chile (2010), *Informe Anual de Fondos Soberanos, 2009*.
- Parrado, Eric (2004), *Singapore’s Unique Monetary Policy: How Does It Work?*, FMI, Washington (Working Paper, núm. 04/10).
- Rennhack, Robert (2009), *Global Financial Regulatory Reform: Implications for Latin America and the Caribbean (LAC)*, FMI, julio (IMF Staff Position Note, núm. 2009/20).
- Roger, Scott (2009), *Inflation Targeting at 20: Achievements and Challenges*, FMI (Working Paper, núm. 09/236).
- Stella, Peter (2005), “Central Bank Financial Strength, Transparency, and Policy Credibility”, *IMF Staff Papers*, vol. 52, núm. 2, septiembre.
- Stone, Mark R., Scott Roger, Anna Nordstrom, Seiichi Shimizu, Turgut Kisinbay, y Jorge Restrepo (2007), *The Role of the Exchange Rate in Inflation-Targeting Emerging Economies*, FMI, Washington D. C., noviembre (Occasional Paper, núm. 267).
- Stone, Mark R., W. Christopher Walker y Yosuke Yasui (2009), *From Lombard Street to Avenida Paulista: Foreign Exchange Liquidity Easing in Brazil in Response to the Global Shock of 2008-09*, FMI, Washington, noviembre (Working Paper, núm. 09/259).

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

ASOCIADOS

CENTRAL BANK OF THE BAHAMAS

JUNTA MONETARIA. *Gobernadora:* Wendy M. Craig. *Miembros:* Colin Callender Q. C., Wayne Aranha y Philip Stubbs. PERSONAL EJECUTIVO. *Gobernadora:* Wendy M. Craig. *Subgobernador:* Michael Lightbourne. *Gerentes:* Bert Sherman (Oficina de la Gobernadora), Keith Jones (Contabilidad), Ian Fernander (Administración), Cassandra Nottage (Supervisión Bancaria), Alwyn Jordan (Investigaciones), Barry Turnquest (Operaciones de Banco), Errol Bodie (Computación), Gerard Horton (Control de Cambios) y Sylvia Carey (Recursos Humanos). *Consejera legal:* Rochelle A. Deleveaux.

(Información oficial, octubre del 2011)

CENTRAL BANK OF BARBADOS

Governor: DeLisle Worrell. *Deputy Governors:* Harold Codrington and Cleviston Haynes. *Directors:* Janis O. Marville (Human Resources), Kevin C. Greenidge (Research and Economic Analysis Department), Janice Marshall (Management Information Systems), Michael D. Carrington (Financial Controller Finance & Technology Division), Steve A. Vaughn (Internal Audit), Marlene E. Bayne (Bank Supervision Department), and Michelle Doyle-Lowe, a. i. (Research & Economic Analysis Department). *Deputy Directors:* Peter de C. Rochester (Management Information Systems), Octavia O. Gibson (Banking, Currency

and Investments), David A. Boyce (Foreign Exchange and Export Credit), Hartley O. Jordan (Facilities Management), and Cheryl Greenidge (Bank Supervision).

(Información oficial, noviembre del 2011)

CENTRAL BANK OF BELIZE

Gobernador: Glenford Ysaguirre. *Subgobernadoras:* Christine Vello (Inteligencia Económica) y Marilyn Gardiner-Usher (Operaciones). *Directores de departamento:* Azucena Quan-Novelo (Investigaciones), Carol Hyde (Recursos Humanos), Angela Wagner (Administración), Neri Matus (Supervisión Bancaria), Rabey Cruz (Información Tecnológica), Michelle Estelle (Moneda y Banca) y Hollis Parham (Finanzas). *Subdirectores de departamento:* Gurlette Johnson (Moneda y Banca) y Wendy Willett (Finanzas). *Jefa de Auditoría Interna:* Effie Ferrera. *Asistente de biblioteca:* Kenner Pascascio.

(Información oficial, noviembre 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 (Liquitación 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, Maurício Costa de Moura, Carolina de Assis Barros, Aloísio Tupinambá Gomes Neto, Katherine Hennings y Wagner Thomaz de Aquino Guerra, Jr. *Secretarios:* Luiz Edson Feltrim (secretario ejecutivo) y Henrique Balduino Machado Moreira (Secretaría de la Junta Directiva y asuntos del Consejo Monetario Nacional). *Aseores 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), Harold Paquete Espínola Filho (Control de la Gestión y de Planeamiento del Sistema Financiero), Daso Maranhão Coimbra (Operaciones Bancarias y Sistema de Pagos), Dawilson Sacramento (Liquidación Bancaria), Marcelo José Oliveira Yared (Informática), Isaac Sidney Menezes Ferreira (Legal), Sérgio Odilon dos Anjos (Normas del Sistema Financiero), Lúcio Rodrigues Capelletto (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), Bruno Walter Coelho Saraiva (Asuntos Internacionales), Túlio José Lenti Maciel (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 (Riesgos Corporativos e Referencias Operacionales), Geraldo Magela Siqueira (Regulación de Capital Extranjero y

Cambios), 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, octubre del 2011)

EASTERN CARIBBEAN CENTRAL BANK

EXECUTIVE COMMITTEE. *Governor:* K. Dwight Venner. *Deputy governor:* Trevor Brathwaite. *Managing director:* Jennifer Nero. *MANAGEMENT TEAM. Senior directors:* Ingrid O’Loughlin (Corporate Relations Department, CRD), Laurel Bain (Governor’s Immediate Office, GIO) and Wayne Myers (Management Information Systems Department, MISD). *Directors:* Yvonne Jean-Smith (Accounting Department, AD), Jacqueline Lawrence (Banking and Monetary Operations Department, BMOD), Kennedy Byron (Bank Supervision Department, BSD), Sharmyn Powell (Currency Management Department, CMD), Lilian Polydore (Human Resources Department, HRD), Raquel Huggins (Internal Audit Department, IAD), Merlese O’Loughlin (Legal Services Department, LSD), Karen Williams (Research Department, RD), Térèsa Smith (Statistics Department, STATS) and Pamela Osborne (Support Services Management Department, SSMD). *Deputy directors:* Annette Stevens (CRD); Alex Straun and Patricia Welsh-Haynes (BMOD); Allison Crossman, Jessica Ferdinand-Phipps, Laurel Seraphin-Bedford and Alousia Faisal (BSD); Rosbert Humphrey (CMD); Norma Hanley-Pemberton (HRD); Maria Cumberbatch (IAD); Hamilton Stephen and Rohan Stowe (RD); Seana Benjamin-Mack, Carl Greaux, Juletta Jeffers and Leah Sahely (STATS); and, Adriana Carter, Beverley Edwards-Gumbs and Vincent DeFreitas (SSMD). *Senior adviser:* Elizabeth Tempro (GIO). *Advisers:* Daniel Arthurton and Maria Barthelmy (GIO); Allison Stephen and Lincoln Gilbert (BMOD); Hudson Carr and Brontie Duncan (BSD); Sybil Welsh (CRD); Humphrey Magloire (MISD); and, Hazel Corbin and John Venner (SD).

(Información oficial, octubre del 2004)

CAYMAN ISLANDS MONETARY AUTHORITY

Chairman (Non Executive): George McCarthy. *Deputy*

Chairman (Non Executive): Linburgh Martin. *Managing Director:* Cindy Scotland. *Deputy Managing Directors:* Langston Sibblies (General Counsel), Howard Blacker (Supervision) and Patrick Bodden (Operations). *Heads of Division:* Reina Ebanks (Banking), R J Berry (Compliance), Deborah Ebanks (Currency Operations), Rohan Bromfield (Fiduciary Services), Gordon Rowell (Insurance), Yolanda McCoy (Investments and Securities), Mitchell Scott (Policy and Development), Gilda Moxam-Murray (Finance), Deborah Musson (Human Resources) and Chuck Thompson (Information Services).

(Información oficial, diciembre del 2011)

BANCO CENTRAL DE COSTA RICA

Presidente: Rodrigo Bolaños Zamora. *Gerente:* Félix Delgado Quesada. *Directores de división:* Bernardita Redondo Gómez, *a. i.* (Gestión de Activos y Pasivos); Róger Madrigal López (Económica); José-Antonio Rodríguez Corrales (Administrativa); Carlos Melegatti Sarlo (Servicios Financieros); Édgar Arias Freer (Gestión y Desarrollo); y Guillermo Zumbado Chinchilla (Tecnologías de Información). *Asesor del presidente:* Mauricio Meza Ramírez. *Directores de departamento:* Evelyn Muñoz Salas, *a. i.* (Investigación Económica); Betty Sánchez Wong (Análisis y Asesoría Económica); Peggy-Adriana Barrantes Pereira (Gestión de Información Económica); Rodrigo Madrigal Fallas (Contabilidad); Franklin Giralt Amador (Gestión de Calidad); Erick Villalobos Martínez (Gestión de Servicios Institucionales); Charles-Bryan Quirós (Seguridad y Arquitectura); Francisco Carvajal Chavarría (Sistemas de Pagos); y Celia Alpízar Paniagua (Planeamiento y Control de Gestión). *Directores:* Henry Vargas Campos (Estadísticas Macroeconómicas); Marvin Alvarado Quesada (Tesorería); Iván Villalobos Valerín (Asesoría Jurídica); Ana-Patricia Vargas Castillo (Administración de Reservas); y Francisco Meza Chacón, *a. i.* (Administración de Operaciones Nacionales). *Responsables de área:* Rosa Ruiz Vázquez (Estadísticas de Bienes y Comercio); Rigoberto Torres Mora (Estadísticas del Sector Externo); Pablo Villalobos González (Estadísticas Monetarias y Financieras); Jaqueline Zamora Bolaños (Estadísticas de Sectores Institucionales); Elvia Camposeco Villalobos (Servicios y Construcción); William Mora Masís (Gestión del Conocimiento); Luis Mora Amador

(Gestión del Talento Humano); Miguel Carballo (Seguridad); Ricardo Rodríguez Hernández (Factor Humano); Maxi-Antonio Angulo Sequeira (Administración de Personal); y Edward Rodríguez Murillo (Administración de Seguridad). *Asistente de la Dirección Administrativa:* Roy Araya Barboza. *Auditor interno:* Ernesto Retana Delvó. *Secretario general:* Jorge Monge Bonilla. *Encargada del Centro de Documentación:* Carmen Caravaca.

(Información oficial, octubre del 2011)

CENTRALE BANK VAN SURINAME

Presidente: Gillmore Hoefdraad. *Director ejecutivo de Asuntos Bancarios:* Otto H. Ezechiëls. *Director de Asuntos Monetarios y Económicos:* Glenn H. Gersie. *Jefes de departamento:* Maikel Soekhnandan (Relaciones Internacionales), Saira Jahangir-Abdoelrahman (Estadísticas), Rakesh S. Adhin (Investigaciones), Ilford G. Soehawan (Relaciones Exteriores), Marlon Wolfram (Asuntos Internos), Luciën C. Nijman (Política de Divisas), Angela Limon-Sof (Jurídico), Erick Rijdsdijk (Tecnologías de Información y Comunicación), Patricia Peroti (Biblioteca), Florine Ligeon (Recursos Humanos), Hendrik L. Karijooetomo (Auditoría Interna), Hortence Panka (Contabilidad), Dennis Samson (Relaciones Públicas), Dieter Calor (Seguridad), Ingeborg Geduld-Nijman (Supervisión) y Mildred P. Dors (Oficina de la Presidencia).

(Información oficial, octubre del 2011)

COLABORADORES

DEUTSCHE BUNDESBANK (ALEMANIA)

CONSEJO DEL BANCO CENTRAL. *Miembros del Directorio.* *Presidente:* Jens Weidmann; *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 Bernhardt Siebold, Stuttgart (Baden-Wurtemberg). *Jefes de Departamento:* Erich Löper, B (Banca y Reservas Mínimas); Wilhelm Lipp, C (Contabilidad y Organización); Karlheinz Bischofberger, F (Financial Stability); 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, noviembre del 2011)

BANK OF CANADA

Governor: Mark J. Carney. *Senior Deputy Governor:* Tiff Macklem. *Deputy Governors:* Jean Boivin, Agathe Côté, John Murray and Timothy Lane. *General Counsel and Corporate Secretary:* W. John Jussup. *Advisers:* Janet Cosier (Strategic Planning and Risk Management), Lawrence Schembri (Financial System), Allan Crawford (Financial System), Sheila Niven (International and Corporate Issues), and David Wolf (Monetary Policy). *Departmental Chiefs:* Carmen Prévost Vierula (Audit), Sharon Kozicki (Canadian Economic Analysis), Jill Vardy, (Communications), Colleen Leighton (Corporate Services), Gerry T. Gaetz (Currency), W. John Jussup (Executive & Legal Services), Donna Howard (Financial Markets), Sheila Vokey (Financial Services), Carolyn Wilkins (Financial Stability), Ron Morrow (Funds Management and Banking), Sylvain Chalut (Information Technology Services) and Don Coletti (International Economic Analysis).

(Información oficial, noviembre del 2011)

SUPERINTENDENCIA DEL SISTEMA FINANCIERO (EL SALVADOR)

CONSEJO DIRECTIVO. *Presidente y superintendente:* Víctor Antonio Ramírez Najarro. *Superintendentes adjuntos:* William Ernesto Durán Tobar (Bancos, Aseguradoras y otras Entidades Financieras), Omar Iván Salvador Martínez Bonilla (Sistema de Pensiones), William Efraín Calderón Molina (Valores y Conductas) y Sigfredo Gómez (Instituciones Estatales de Carácter Financiero). *Directores propietarios:* David Gustavo Soriano Alvarenga, José Encarnación Alvarenga Alvarenga, Juan Neftalí Murillo Ruiz y Juan Héctor Vidal Guerra; *suplentes:* Genaro Mauricio Escalante Molina, José Saúl Quijada Pineda, Carlos Alberto Mejía Valle y Francisco Antonio Mejía Méndez.

(Información oficial, noviembre 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, Kevin M. Warsh, PERSONAL EJECUTIVO. *Asistentes de la Junta:* Michelle Smith y Winthrop Hampley. *Secretaria:* Jennifer Johnson. *Directores de división:* Dick Anderson (Administración), Steven B. Kamin, *a. i.* (Finanzas Internacionales), David Wilcox (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. *Inspector general:* Elizabeth A. Coleman. *Contralor:* Bill Mitchell

(Información oficial, noviembre del 2011)

BANCA D'ITALIA

Gobernador: Mario Draghi. *Director general:* Fabrizio Saccomanni. *Subdirectores generales:* Ignazio Visco, Giovanni Carosio y Anna-Maria Tarantola. *Directores centrales:* Daniele Franco (Economics, Research and International Relations), Franco

Passacantando (Central Banking, Markets and Payment Systems), Stefano Mieli (Banking and Financial Supervision), Claudio Clemente (Accounting and Control), Salvatore Rossi (Human Resources and Communication), Carlo Pisanti (Currency Circulation), Sandro Appetiti (IT Resources and Statistics), Umberto Proia (Property and Purchasing), Fabio Panetta (Bank's participation in the Eurosystem; analysis and documentation of the Italian financial stability) y Marino-Ottavio Perassi (Legal research and services). *Jefes de departamento:* Giannandrea Falchi (Secretariat to the Directorate), Emerico-Antonio Zautzik (Central banking operations), Andrea Santorelli (Financial investments), Cosma Onorio Gelsomino (Risk management), Fabrizio Palmisani (Payment Systems), Paolo Marullo Reedtz (Market and Payment System Oversight), Bruno D'Offizi (Treasury Services), Roberto Rinaldi (Supervisory Regulations and Policies), Luigi Donato (Banking and Financial Supervision - External Relations and General Affairs), Luigi Federico Signorini (Banking Groups Supervision), Corrado Baldinelli (Specialized Intermediaries Supervision), Carmelo Barbagallo (Supervision Inspectorate), Eugenio Gaiotti (Economic Outlook and Monetary Policy), Marco Magnani (Structural Economic Analysis), Giorgio Gomel (International Economic Analysis and Relations), Luigi Cannari (Economic and Financial Statistics), Giovanni Arditì (General Affairs), Nunzio Minichiello (Banknote Printing), Rocco Tornelli (General Cashier), Olina Capolino (Legal services), Valeria Sannucci (Personnel Management), Augusto Aponte (Personnel Rules and Remuneration), Omero Papi (IT Innovation and Development), Andrea Cividini (ICT Operations and Infrastructure), Enrico D'Onofrio (Statistics Collection and Processing), Giovanni Martiniello (Health and Safety), Massimo Massei (Property), Maria Rizzo (Purchasing), Filippo Anfosso (Organization), Tullio Raganelli (Accounting), Lorenzo Ortolani (Budget and Management Control Department), Vieri Ceriani (Tax Department) y Luigi Micio (Internal Audit).

(Información oficial, octubre del 2011)

BANGKO SENTRAL NG PILIPINAS

Governor: Amando M. Tetangco, Jr. *Deputy Governors:* Nestor A. Espenilla, Jr. (Supervision & Examination Sector), Diwa C. Guinigundo (Mone-

tary Stability Sector) and Juan D. de Zuñiga, Jr. (Resource Management Sector). *Assistant Governors:* Maria Almasara Cyd N. Tuaño-Amador (Monetary Policy Sub-Sector), Ma. Ramona Gertrudes D. T. Santiago (Treasury Department), Maria Dolores B. Yuvienco (Supervision and Examination Sub-Sector I), Manuel H. Torres (Security Plant Complex), Vicente S. Aquino (Anti-Money Laundering Council Secretariat), and Chuchi G. Fonacier (Supervision & Examination II). *Managing Directors:* Wilhelmina C. Mañalac (International Sub-Sector), Edna C. Villa (Office of the Governor), Willie S. Asto (Comptroller-ship Sub-Sector), Augusto C. Lopez-Dee (Monetary Operations Sub-Sector), Johnny Noe E. Ravallo (Centralized Supervisory Support Sub-Sector), Leny I. Silvestre (Supervision & Examination Sub-Sector III), Gerardo S. Tison (Human Resource Sub-Sector), Pedro P. Tordilla, Jr. (Regional Monetary Affairs Sub-Sector), Teresita S. Bulseco (Information Technology Sub-Sector), Enrique C. Domingo (Management Services Sub-Sector), and Iluminada T. Sicat (Currency Management Sub-Sector). *Directors:* Thomas Benjamin B. Marcelo (International Relations Department), Loida D. Cruz (Human Resource Management Department), Rosabel B. Guerrero (Department of Economic Statistics), Carlyn A. Pangilinan (Bangko Sentral ng Pilipinas Institute), Antonio B. Cintura (Department of Economic Research), Lagrimas R. Nuqui (Internal Audit Office), Zeno S. Abenoja (Economic and Financial Learning Center), Fe M. Dela Cruz (Corporate Affairs Office), Virgilio P. Tiongson (Financial Accounting Department), Edgar C. Gatumbato (Security, Investigation and Transport Department), Francisco G. Dakila, Jr. (Center for Monetary and Financial Policy), Patria B. Angeles (International Operations Department), Elmore O. Capule (Office of the General Counsel and Legal Services), Vincent Z. Bolivar (Office of the General Counsel and Legal Services), Teodora I. San Pedro (Office of Supervisory Policy Development), Bella S. Santos (Payments and Settlements Office), Vicente T. De Villa III (Supervisory Data Center), and Alphew T. Cheng (Treasury Department).

(Información oficial, noviembre del 2011)

EUROPEAN CENTRAL BANK

President: Mario Draghi. *Vice President:* Vítor

Constâncio. *Member of the Executive Board*: Lorenzo Bini Smaghi. *Directors General*: Frank Moss (International & European Relations), Koenraad De Geest (Information Systems), Antonio Sainz de Vicuña (Legal Services), Frank Smets (Research), Steven Keuning (Human Resources, Budget & Organisation), Wener Studener (Administration) and Daniela Russo (Payment System & Market Infrastructure). *Deputy Director*

General: Gilles Noblet (International & European Relations). *Directors*: Klaus Gressenbauer (Internal Audit) and Elisabeth Ardaillon-Poirier (Communications). *Head of the Division*: Marcel Fratzscher (International Policy Analysis). *Principal Economist*: Isabel Vansteenkiste (International Policy Analysis and Emerging Economies).

(Información oficial, noviembre del 2011)

Actividades del CEMLA durante septiembre-noviembre del 2011

<i>Actividad</i>	<i>Instituciones copatrocinadoras Lugar y fecha</i>
<i>Cursos y talleres</i>	
Cuentas Institucionales	Banco Central del Paraguay Asunción, 19 – 23 de septiembre
Modelos Econométricos para el Pronóstico Macroeconómico	Deutsche Bundesbank México D. F., 27 – 29 de septiembre
Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional	México D. F., 3 – 7 de octubre
Planeación Estratégica en la Banca Central	Banco Central del Uruguay Montevideo, 3 – 7 de octubre
IV Curso sobre Riesgo Operacional en la Banca Central	Banco de España Madrid, 4 – 7 de octubre
Políticas Macropрудenciales	Banco Central de Reserva del Perú y Fondo Monetario Internacional Lima, 17 – 21 de octubre
I Curso sobre Estabilidad Financiera: Hacia una Visión Integral	Banco de España y Asociación de Supervisores Bancarios de las Américas (ASBA) Madrid, 14 – 19 de noviembre
Estadísticas Monetarias y Financieras	Banco Central de Venezuela Caracas, 21 de noviembre – 2 de diciembre
Vigilancia de Sistemas de Pago	Banco Central de Bolivia La Paz, 24 – 25 de noviembre

Seminarios y conferencia

Crecimiento Potencial y Brecha del Producto	México D. F., 1 – 2 de septiembre
Supervisión de Cooperativas de Ahorro y Crédito y Protección de Depósitos	Confederación Alemana de Cooperativas (DGRV) y ASBA México D. F., 5 – 6 de septiembre
I Seminario sobre Centrales de Información de Riesgos	ASBA y Banco de España Madrid, 28 – 30 de septiembre
I Conferencia SEACEN-CEMLA: La Implementación de la Política Monetaria: Lecciones de la Crisis y Retos para los Próximos Años	Banco de la República, Bank Negara Malaysia y South East Asian Central Banks (SEACEN) Kuala Lumpur, 13 – 14 de octubre
Mesa Redonda: Factores Externos y Política Monetaria	Banco de Pagos Internacionales (BPI) y Banco de México México D. F., 24 – 25 de noviembre
Remesas y Migración	Banco Central do Brasil y FOMIN (miembro del Grupo BID) Salvador de Bahía, 28 – 29 de noviembre

Reuniones

XXXIV Reunión de Sistematización de Banca Central	Banco Central de Chile Santiago, 7 – 9 de septiembre
VI Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales de Asia, América Latina y el Caribe	Washington, D. C., 21 de septiembre
Junta de Gobierno del CEMLA	Washington, D. C., 21 de septiembre
XLVII Reunión de Gobernadores de América Latina, España y Filipinas ante el FMI-Banco Mundial	Washington, D. C., 22 de septiembre
XCII Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales del CEMLA	Washington, D. C., 22 de septiembre
Asamblea del CEMLA	Washington, D. C., 22 de septiembre
XI Reunión de Auditores Internos de Banca Central	Banco Central de la República Dominicana Santo Domingo, 28 – 30 de septiembre
Realidad y Futuro de las Bibliotecas de la Banca Central Latinoamericana	Banco Central de Venezuela Caracas, 6 – 7 de octubre
V Encuentro de Responsables de Seguridad de Banca Central	Banco Central do Brasil Río de Janeiro, 20 – 21 de octubre

I Reunión de Estabilidad Financiera

Banco de México y ASBA

México D. F., 3 – 4 de noviembre

XVI Reunión de la Red de Investigadores de
Banca Central

Banco de la República

Bogotá, 16 – 18 de noviembre

Semana de Pagos Regional 2011

Banco Central del Paraguay, Banco Mundial,
BPI y BID

Asunción, 29 de noviembre – 2 de diciembre

Índice 2011

I. ARTÍCULOS

	<i>Núm.</i>	<i>Pág.</i>
Banco de España, Evolución y reforma de las cajas de ahorros	1	3
Bernanke, Ben S., La implementación de un enfoque macroprudencial para la supervisión y la regulación	2	62
Canales-Kriljenko, Jorge Iván, Luis I. Jácome H., Ali Alichí e Ivan Luís de Oliveira Lima, Sorteando la tormenta mundial: beneficios de la reforma de política monetaria en cinco países latinoamericanos	4	194
Clevy Aguilar, Jean François, Operatoria de política monetaria y regulación macroprudencial	3	117
Cuasquer, Héctor, y René Maldonado, Microfinanzas y microcrédito en Latinoamérica	4	179
De la Torre Augusto, y Alain Ize, Reforma regulatoria: integración de paradigmas	2	80
El-Erian, Mohamed A., Navegando según la nueva normalidad en los países industrializados	1	18
Ingves, Stefan, Metas inflacionarias flexibles en la teoría y en la práctica	2	69
Maldonado, René, y Natasha Bajuk, Las remesas a América Latina y el Caribe al primer trimestre del 2011	2	51
Morales, Raúl, Situación actual de los sistemas de pago de bajo valor en América Latina y el Caribe	3	107
Obstfeld, Maurice, Expansión de las posiciones brutas de activos y el sistema monetario internacional	1	31
Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Luc Laeven, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi y Annamaria Kokenyne, Gestión de la entrada de capitales: ¿qué herramientas usar?	3	138
Trichet, Jean-Claude, Cómo lograr el máximo crecimiento a largo plazo	3	126

**II. AUTORIDADES DE LAS BANCOS CENTRALES DE AMÉRICA LATINA
Y EL CARIBE, ASÍ COMO DE OTRAS INSTITUCIONES
COLABORADORAS DEL CEMLA**

	<i>Núm.</i>	<i>Pág.</i>
Autoridades de los bancos centrales de América Latina y el Caribe, así como de otras instituciones colaboradoras del CEMLA	1	40
Autoridades de los bancos centrales de América Latina y el Caribe, así como de otras instituciones colaboradoras del CEMLA	2	101
Autoridades de los bancos centrales de América Latina y el Caribe, así como de otras instituciones colaboradoras del CEMLA	4	227

III. ACTIVIDADES DEL CEMLA

Actividades del CEMLA durante diciembre del 2010-febrero del 2011	1	48
Actividades del CEMLA durante marzo-mayo del 2011	2	102
Actividades del CEMLA durante junio-agosto del 2011	3	175
Actividades del CEMLA durante septiembre-noviembre del 2011	4	233

Javier Pereda

*Estimación de la tasa natural de interés
para Perú: un enfoque financiero*

Tamara Burdisso
Eduardo Ariel Corso

*Incertidumbre y dolarización de cartera:
el caso argentino en el último medio siglo*

Daniel Fernández

*Suficiencia del capital y provisiones
de la banca uruguaya por su exposición
al sector industrial*

Carlos A. Medel Vera

*¿Akaike o Schwarz? ¿Cuál utilizar
para predecir el PIB chileno?*

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)	Sveriges Riksbank (Suecia)
Banque de France	Swiss National Bank
Banca d'Italia	European Central Bank

Otras instituciones

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

CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS
Asociación Regional de Bancos Centrales

www.cemla.org