



Cámara de Diputados
H. Congreso de la Unión

Centro de Estudios de las Finanzas Públicas

CEFP/046/2009

La Banca Central y su papel en la economía

PALACIO LEGISLATIVO DE SAN LÁZARO, JULIO DE 2009

Índice

	Página
Presentación	2
Introducción	3
Aspectos teóricos de la Banca Central	5
Banca Central y política monetaria	5
Prestamista de última instancia	9
Regulación de la Banca Central	10
Banca Central y crecimiento económico	12
Antecedentes de la Banca Central	16
Algunas experiencias de Banca Central	19
La Reserva Federal	19
El Banco Central Europeo	25
El Banco Central de Chile	28
El Banco de México	31
Consideraciones finales	39
Bibliografía	41

La Banca Central y su papel en la economía

Presentación

El Centro de Estudios de las Finanzas Públicas de la Cámara de Diputados, en su carácter de órgano de apoyo técnico, institucional y no partidista; en cumplimiento de su función, de aportar elementos que apoyen el desarrollo de las tareas legislativas de las comisiones, grupos parlamentarios y diputados en materia de finanzas públicas, pone a su disposición este documento en el cual se describe el papel de la Banca Central y su experiencia a través de un análisis histórico y económico en varios países, incluyendo México.

Dado el interés de la LX legislatura por efectuar modificaciones a la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos y a la Ley del Banco de México con la finalidad de reevaluar los objetivos de la Banca Central, y de modificar las funciones reguladoras de dicha institución para reducir los riesgos en el sistema financiero, en este documento se aportan elementos para la discusión de dichos temas.

En un primer apartado de esta contribución se señalan los aspectos teóricos de la Banca Central haciendo énfasis en el papel que tiene como conductor de la política monetaria, como prestamista de última instancia y su relación con el crecimiento económico. Enseguida se resumen los antecedentes de la Banca Central para dar paso al análisis de la actuación de la Banca Central en Estados Unidos, Europa, Chile y México a lo largo de su historia y haciendo hincapié en situaciones que han definido su comportamiento frente a la actual crisis económica mundial. Finalmente se presentan algunas reflexiones finales.

Introducción

Debido a las necesidades de desarrollo de las distintas naciones, la Banca Central apareció como la instancia encargada de actuar como único emisor de moneda, prestamista de última instancia, cámara de compensación, custodio de reservas, generador de políticas anti-cíclicas, y encargado de los tipos de cambio.¹

Asimismo, la contribución de los bancos centrales al desarrollo económico, como órganos de la política monetaria, e intermediarios en el ámbito financiero entre el sector público y el privado, se ha centrado en la influencia que ejercen sobre la formación y disponibilidad del ahorro; las medidas que aplican para mantener la estabilidad monetaria y afirmar la confianza en la moneda nacional; el efecto que produce la regulación del crédito y la supervisión de las instituciones financieras; y en la forma en que la organización financiera se adapta a la política gubernamental (Tamagna, 1963: 415).

Después del fin del sistema de Bretton Woods, cuando se observaron significativas fluctuaciones de producción, e importantes incrementos y variabilidad en la inflación, la función principal de la Banca Central se centró en mantener la estabilidad de los precios; razón por la cual las cartas orgánicas de los bancos centrales han sido modificadas, incluso a nivel constitucional, para reafirmar su mandato primario de conseguir la estabilidad de precios.

No obstante, la estabilidad de precios no es el fin único, otros de los objetivos que persigue la Banca Central son: contribuir a la estabilidad financiera y al desarrollo de los mercados de capitales; gestionar eficientemente las reservas internacionales para afrontar turbulencias financieras y cambiarias; y contribuir con propuestas de política económica para fomentar el crecimiento sostenido de la economía (Coates, 2007:54).

A pesar de la indiscutible importancia de la Banca Central han existido cuestionamientos sobre cuáles deben ser sus funciones y cuál debe ser la política monetaria adecuada. Algunos, siguiendo a Friedman (1960) han planteado reducir las funciones de la Banca

¹ En 1694 se fundó el primer Banco Central. El Banco de Inglaterra, mismo que anteriormente era un banco privado, se convirtió en la Banca Central de la nación cuando Guillermo III buscó proveer un sustituto para las fuentes de financiación destruidas desde 1672 a partir del excesivo endeudamiento del rey Carlos II que ocasionó la suspensión de los pagos a los bancos ingleses y arruinó el crédito real (Smith, 1995).

Central a un simple ejercicio de expansión de la base monetaria en un porcentaje constante, con el puro objetivo de mantener las condiciones legales y operativas para el funcionamiento del sistema financiero.

Otros, más radicales, siguiendo a Hayek (1976), han pugnado por su completa abolición, por un sistema de “banca libre”, pues consideran que el gobierno no debe interferir ni en la política monetaria, ni en la supervisión de los bancos, y mucho menos debe actuar como prestamista de última instancia. Se centran en discutir la estrecha relación del Banco Central con el poder público, ya que éste termina actuando como banquero y agente financiero del gobierno, y convirtiéndose en fuente permanente de recursos para el financiamiento de los déficits públicos.²

Este argumento pudo contrarrestarse en cierta medida una vez que se otorgó autonomía a la Banca Central, y al tiempo que se impusieron topes a los montos del financiamiento que puede conceder el Banco Central.³ Sin embargo, prevalece la controversia sobre cuál debería de ser la injerencia ideal del Banco Central en el manejo de la política monetaria, y se cuestiona si debe también tener un papel activo en la política cambiaria.

En general, los bancos centrales conducen su política monetaria ejerciendo control sobre la tasa de interés a corto plazo, y tratan de influir en la tasa de interés de largo plazo a partir de su injerencia en las expectativas del mercado. Por otro lado, a través de la difusión de sus objetivos a largo plazo, de sus estimaciones sobre la actividad económica y de sus previsiones acerca de la tasa de interés intenta modificar la conducta futura de los agentes económicos. Asimismo, mediante operaciones de mercado abierto, como la compra-venta de divisas, la Banca Central puede ser capaz de afectar la paridad cambiaria.

En este documento se presenta una revisión de los principios teóricos que rigen el papel de la Banca Central para después contrastarlos con la experiencia y evolución histórica de la Reserva Federal, el Banco Central Europeo, El Banco Central de Chile y el Banco de México.

² Para conocer más sobre estos dos enfoques véase Goodhart, Charles, *The Evolution of Central Banks*, MIT Press, Cambridge, Mass. 1985.

³ De acuerdo con la teoría de la elección racional, las decisiones de las autoridades monetarias, aún siendo independientes, son susceptibles a presiones políticas.

Con ello se pretende transitar por distintos modelos de Banca Central, situados en momentos y contextos diferentes con la finalidad de aportar elementos para su discusión. Cabe señalar que esta aportación no intenta mostrar con profundidad los distintos modelos y principios de teoría monetaria y Banca Central, sino facilitar el acercamiento del lector a los temas y teorías fundamentales en el estudio de la institución.

Aspectos teóricos de la Banca Central

A través del tiempo, el objetivo central de la Banca Central ha sido mantener el valor interno y externo de la moneda. Sin embargo, aún cuando según Capie, Goodhart, y Schnadt (1994:1), dicho propósito se ha alcanzado a partir del mismo instrumento (la tasa de descuento) el objetivo no siempre ha significado lo mismo. Es decir, durante el período del patrón oro la finalidad era mantener la convertibilidad del metal, es decir, el valor de la moneda se expresaba en términos de su “contenido de oro”, mismo que los bancos centrales intentaban mantener en el mismo nivel a lo largo del tiempo. De este modo, el poder adquisitivo de la moneda, en relación a los bienes en general, sólo era un objetivo indirecto de la Banca Central, pues el oro era la verdadera ancla nominal.

Mas tarde, cuando el patrón oro fue reemplazado por un sistema de moneda de curso legal, el objetivo del Banco Central se replanteó en términos de la estabilidad de precios. El valor de la moneda en poder del Banco Central se entiende desde entonces como el inverso del nivel de precios, el precio de una canasta particular de bienes, de modo que fue hasta este momento cuando las autoridades monetarias se propusieron objetivos de nivel de precios ó inflación. A continuación se presentan los aspectos medulares de la actuación de la Banca Central relacionados con la política monetaria, con su labor de prestamista de última instancia, y con su papel de promotor del crecimiento económico.

Banca Central y política monetaria

El monopolio de la emisión de moneda es lo que le permite al Banco Central limitar el dinero en manos del público. A su vez, la restricción de los certificados monetarios (ó dinero del Banco Central), y del dinero del público, modera el nivel de precios. De ahí que, según la teoría monetaria ortodoxa que priva en la actualidad, el papel fundamental de la Banca

Central reside en la responsabilidad que tiene de limitar la cantidad de dinero para regular los precios.⁴

En la práctica, los bancos centrales no deciden en forma abierta cuánto dinero van a crear, sino que emiten y destruyen sus certificados monetarios como respuesta al comportamiento que prevalece en los mercados financieros y de acuerdo con sus metas macroeconómicas. Para ello la Banca Central debe contar con un modelo que establezca la relación entre los objetivos del Banco Central (baja inflación, estabilidad de la producción y equilibrio externo) y las variables nominales de base monetaria (acervo de dinero y nivel de precios).⁵

Sin embargo, el Banco Central no puede influir en las variables reales, sólo determina el comportamiento de una variable nominal, que es la base monetaria, y es a partir de las expectativas que tiene el público, respecto a la cantidad de dinero y al nivel de precios, que los cambios en la variable nominal influyen en los desajustes macroeconómicos que modifican las variables reales.

Así, respecto al papel de la Banca Central en la estabilidad monetaria, se puede afirmar que, la capacidad de los bancos centrales para influir en la tasa de interés y en la tasa de expansión monetaria, depende de las necesidades de los bancos comerciales para mantener saldos, es decir, entre tanto necesiten mantener la convertibilidad de sus pasivos en un medio de valor intrínseco,⁶ ya sean mercancías ó moneda de curso legal (Googhart, 1995: 58).

⁴ Es necesario señalar que para los post-keynesianos, quienes consideran que la oferta monetaria es una variable dependiente de la demanda de crédito bancario, el papel de la Banca Central reside entonces en proveer de liquidez al sistema monetario. De acuerdo con su papel de prestamista de última instancia debe *acomodar* la demanda de reservas. Por tanto, aunque el Banco Central en términos generales no puede controlar la oferta monetaria si puede establecer el precio de tal provisión (la tasa de interés), que se convierte en la variable exógena. Por su parte, los estructuralistas quienes además de la endogeneidad del dinero toman en cuenta las implicaciones de la preferencia por la liquidez en la conformación del portafolio de los agentes, incluyendo el de la Banca Central, señalan que las decisiones del Banco Central en lo concerniente a la demanda de reservas no son pasivas, están relacionadas con su preferencia por la liquidez. Así, cuando su preferencia por la liquidez baja ante incrementos en el nivel general de precios ó del tipo de cambio, el Banco Central incrementará su tasa de interés de corto plazo (Fontana, G., 2003). Finalmente, los neoestructuralistas, que a diferencia de los neoclásicos no pugnan por "menos Estado" sino por un "mejor Estado", opinan que la inflación es un fenómeno estructural, no monetario, de modo que no consideran efectiva a la política monetaria para regular los precios, ya que ésta sólo es eficaz una vez que se reduce la actividad económica, aumenta el desempleo y se estrangula el desarrollo económico (Guillén, H., 2007).

⁵ Para una exposición detallada del modelo de política monetaria del Banco Central véase: Hetzel, R., "Las responsabilidades monetarias de un Banco Central", en Bendesky, L., (comp.), *El papel de la Banca Central en la actualidad*, Banco de España/CEMLA, 1991.

⁶ El valor intrínseco se refiere al valor o utilidad inherente que tiene un bien u objeto en sí mismo, independientemente de su utilidad.

De este modo, el Banco Central puede influir en las tasas de interés de corto plazo. Sin embargo, existe un problema operativo. Los cambios en la tasa de interés tienen un impacto no inmediato, y de retardo variable en la economía (y en la expansión monetaria), por lo que las autoridades monetarias requieren modificar la tasa de interés de acuerdo con las desviaciones respecto a la tasa futura de inflación, y no de acuerdo con variables actuales (Capie, Goodhart, y Schnadt, 1994:35).

Además de dicho problema, existe una cuestión más profunda. Conforme se desarrolla el sistema financiero, la Banca Central pierde, en alguna medida, el control del *stock* monetario en la medida que la oferta monetaria se vuelve una variable endógena del proceso económico.⁷ De este modo, las autoridades ejercen su influencia sobre la tasa de interés y no sobre los agregados monetarios. Las consecuencias más profundas de la endogeneidad del dinero implican que cualquier incremento en la oferta monetaria depende más de la preferencia por la liquidez de prestamistas y prestatarios, que de la intervención de la Banca Central (Dow y Rodríguez, 1998:1).

En este sentido, en los modernos sistemas bancarios, la política monetaria no puede entenderse como el conjunto de cambios discretos en la oferta monetaria (ya sea directamente, ó indirectamente a través del control de la tasa de interés). No obstante, tampoco se niega la posibilidad de que exista una política monetaria exitosa. Simplemente se reconoce que la política monetaria debe ser entendida como una herramienta compleja en un proceso en el cual el dinero se genera de manera endógena, por lo que las posibilidades de la política monetaria se extienden más allá de la manipulación de instrumentos tradicionales (operaciones de mercado abierto), y llegan a incorporar instrumentos indirectos como la regulación y supervisión bancaria, a partir de los cuales modifican la conducta de prestamistas y prestatarios a fin de incidir en la demanda de crédito (Dow y Rodríguez, 1998: 2).

Finalmente, también debe tomarse en cuenta que los cambios estructurales en los mercados financieros dificultan la actuación de la Banca Central debido a la gran cantidad de

⁷ La endogeneidad de la oferta monetaria se refiere a que la demanda de dinero crea su propia oferta. Los bancos crean dinero a partir del crédito que otorgan, ó bien, en términos generales, el dinero y los activos monetarios se crean siempre que la Banca Central ó los bancos comerciales compran activos y emiten sus propios pasivos monetarios. La teoría de la endogeneidad del dinero establece que las decisiones de otorgamiento de créditos preceden a la adquisición de reservas que respalden los mismos. Aybar y Harris, 1998: 25-26).

instrumentos e instituciones que vuelven borroso el panorama para la interpretación del entorno financiero, y por tanto, complican la aplicación de la política monetaria, al menos en el largo plazo (Capie, Goodhart, y Schnadt, 1994:58).

Aunado a lo anterior, y de gran relevancia es el hecho de que la política monetaria de una economía abierta está sujeta a la necesidad de mantener la moneda atada a una unidad de valor externa, como lo fue el patrón oro en la época de Bretton Woods, y como lo es ahora el dólar. De este modo, aún cuando el tipo de cambio puede fluctuar libremente de acuerdo a las condiciones de mercado, el Banco Central se preocupa por mantener el valor externo de la moneda toda vez que termina afectando el nivel de precios interno dado el contenido importado de los bienes nacionales.

Así, las autoridades monetarias pueden intervenir en el mercado de tipo de cambio a partir de operaciones de mercado abierto donde ofrecen divisas que tienen en su poder, ó bien modificando la tasa de interés. Cuando la moneda nacional se devalúa frente a la moneda externa, un incremento de la tasa de interés no sólo ocasiona efectos adversos en la expansión del crédito doméstico, el producto y la inflación, también atrae flujos de capital del exterior que fortalecen el valor de la moneda (Goodhart, 1995: 78).

Sin embargo, la intervención de la Banca Central en la determinación del tipo de cambio está rodeada de controversia, pues existen dudas sobre la habilidad de las autoridades para predecir los valores de equilibrio y las tendencias del mercado, y sobre la efectividad de sus acciones en un mundo donde el volumen de los flujos de capital es, por mucho, mayor que las reservas con que cuentan los bancos centrales.

Estas consideraciones implican que, cuando las autoridades monetarias enfrentan presiones por mantener un determinado valor externo de la moneda, tendrán que efectuar rápidos ajustes a la tasa de interés. De modo que no tendrán la posibilidad de modificarla para influir en el resto de los agregados monetarios, con lo cual se ilustra el hecho de que, al menos en el largo plazo no se pueden alcanzar dos objetivos a la vez con uno sólo instrumento de política monetaria (Goodhart, 1995: 243).

Prestamista de última instancia

Además del papel en la conducción de la política monetaria, para distintos autores, como Friedman y Schwartz (1963), Kindleberger (1978), Goodfriend y King (1988), Capie (1995), y Hughson y Weidenmier (2008), el valor de la Banca Central reside en su papel de prestamista de última instancia para lograr el objetivo de estabilidad financiera dentro del contexto de riesgo en que incurre el sistema bancario.⁸

Tal como lo señaló Kindleberger, la actuación del prestamista de última instancia ha sido fundamental en la prevención y alivio de las crisis financieras,⁹ y por el contrario, cuando las autoridades monetarias no han logrado poner de manifiesto, desde el comienzo de una alteración en la demanda de circulante, su disposición para proporcionar las reservas que requiere el sistema bancario, se han producido crisis financieras importantes.¹⁰

La trayectoria histórica indica que cuando las autoridades monetarias se apegan a los principios de Thornton y Bagehot,¹¹ mismos que apuntan a enfrentar una corrida bancaria mediante el otorgamiento de préstamos generosos a tasas castigadas a los bancos con iliquidez pero solventes, se pueden evitar pánicos bancarios. Además, en oposición a la corriente que promueve la banca libre, el papel de prestamista de última instancia ha sido desempeñado por autoridades públicas.

De este modo, el papel de los intermediarios financieros, que combinan servicios de pago con gestión de cartera, se ha señalado como uno de los criterios para la regulación y supervisión por parte de la Banca Central, y aunque algunos autores como Goodhart

⁸ La regulación y supervisión son las funciones microeconómicas principales de la Banca Central en su actuación como prestamista de última instancia. (Capie, 1995: 8).

⁹ Kindleberger se sitúa en medio de la discusión liberalismo total vs participación absoluta del Estado en la economía. Es decir, Kindleberger señala que si bien los mercados generalmente funcionan de manera adecuada, y que el dinero suele ser inelástico en el corto plazo, en períodos de crisis éste se vuelve elástico y se acompaña del colapso de los mercados financieros que requieren de la ayuda de un prestamista de última instancia. Kindleberger.

¹⁰ Schwartz (1988) señala varios episodios de pánicos bancarios en Estados Unidos e Inglaterra que tuvieron lugar entre 1790 y 1930 dada la inexistencia ó ineficiente actuación del prestamista de última instancia. Asimismo, en su estudio sobre el papel de la Banca Central como prestamista de última instancia, Hughson y Weidenmier (2008) encuentran que el establecimiento de la Banca Central en Estados Unidos permitió reducir los efectos de la volatilidad financiera en la economía real, y que la política de provisión de liquidez por parte de la Banca Central ayuda a disminuir los efectos de las crisis financieras.

¹¹ Para un análisis más detallado de los principios véanse las traducciones actualizadas de los trabajos publicados en 1802 por Thornton (2000) y en 1873 por Bagehot (1968).

(1995:15), cuestionan que éste sea el principal motivo del porqué los bancos necesitan un Banco Central, están de acuerdo en la asistencia de ésta.¹²

En este sentido, la necesidad de la Banca Central no deriva únicamente, y quizá no fundamentalmente, de su control a escala macro de la base monetaria, las tasas de interés y los precios; sino también del inherente problema, a escala micro, que enfrenta el sistema bancario debido a la imposibilidad de conocer el valor de mercado de muchos de sus activos dada la incertidumbre y la asimetría de información.¹³

Regulación de la Banca Central

Una de las cuestiones fundamentales en la actuación de la Banca Central, cuya importancia se acrecienta en períodos de crisis como el que se experimenta actualmente a escala mundial, tiene que ver con las instituciones. A fin de cumplir a cabalidad con sus objetivos la Banca Central necesita un marco institucional adecuado. Sin embargo, existe un debate respecto a que tan regulada debe ser la actuación de la Banca Central ó que tanta discrecionalidad puede permitírsele.

En términos generales se puede decir que los argumentos a favor de la regulación se centran en la incapacidad de las autoridades de la Banca Central para lograr el bienestar común sin favorecer a algún grupo en particular. Mientras que los argumentos en contra señalan la estricta regulación como un impedimento para la actuación flexible de la Banca Central ante shocks inesperados (Bofinger, 2001: 165-169).

Uno de los argumentos recientemente vertidos en torno a este debate tiene que ver con la inconsistencia temporal de la política monetaria. Es decir, la actuación de la Banca Central requiere ser regulada debido al hecho de que una política puede ser adecuada en un momento dado, pero no óptima en un período posterior. Sobre todo porque, como ya se ha

¹² Goodhart, defiende el ejercicio de la función de prestamista de última instancia pero mediante la práctica de operaciones de mercado abierto, y aboga por la asistencia del prestamista no sólo a los bancos con illiquidez sino con insolvencia.

¹³ De acuerdo con Goodhart (1995: 33 y 39), el problema es reconciliar la preferencia de la mayoría de los agentes por mantener la mayor parte de su riqueza en activos con certidumbre de capital con el hecho de que la valoración del mercado de la riqueza total de la economía es susceptible a *shocks* y es muy volátil. Los bancos resuelven este problema al mantener un portafolio de obligaciones no comerciables que son difíciles de valorar. Las oscilaciones en el valor subyacente del portafolio se ocultan por la falta de valoración del mercado, de manera que los bancos pueden ofrecer mayor certeza de capital a sus depositantes que la certeza que ofrece el propio portafolio.

señalado, la política monetaria suele tener un retraso entre el momento de su aplicación y el momento de ver resultados, de modo que el contexto puede cambiar entre un momento y otro.

De acuerdo con la teoría de juegos, la inconsistencia temporal podría ser utilizada de manera positiva por el Banco Central mientras cuente con la credibilidad suficiente como para hacer algún anuncio de política monetaria que pueda cambiar más tarde una vez alcanzado su objetivo. Sin embargo, una vez que pierde credibilidad los agentes se verán desalentados a seguir sus lineamientos de política y responderán de manera distinta a los anuncios.¹⁴ Por ello, se tenderá a buscar la manera de reglamentar la actuación del banquero central con la finalidad de que sus políticas y decisiones sean consistentes y causen así el mismo efecto.

Barro y Gordon (1983) utilizan la inconsistencia temporal para formular un modelo que demuestra la ventaja de las reglas aún en un contexto de condiciones ideales para la política discrecional de la Banca Central. En dicho modelo se describe un juego en el que interactúa una Banca Central con una perfecta habilidad para administrar el proceso económico y llevar sus decisiones a alcanzar el beneficio social, y un sector privado de la economía que sólo cuenta con sus expectativas de inflación como parámetro de acción.

La inconsistencia temporal surge debido a que los agentes privados toman decisiones bajo expectativas de inflación, pero éstas se concretan un lapso posterior. A su vez, la Banca Central con la finalidad de influir en las expectativas de inflación, efectúa anuncios de su estrategia en un período t_0 , que no necesariamente son congruentes con los compromisos adquiridos por los agentes privados de acuerdo a sus expectativas en el período t_1 .

No obstante, según Bofinger (2001: 187), el modelo de Barro y Gordon en realidad presenta una interpretación más bien cercana a un análisis político de interacción que muestra el mismo debate entre regulación *versus* discrecionalidad al poner en evidencia la divergencia entre la función objetivo de la Banca Central y la del sector privado. Sólo que este modelo postula que no existen preferencias homogéneas entre los agentes privados, de modo que el bienestar macroeconómico se alcanza a partir de los compromisos que la Banca Central alcanza con las distintas posiciones de los grupos de interés que ejercen su influencia.

¹⁴ Para ver una explicación detallada del fenómeno de la inconsistencia temporal véase Blinder, 1987.

En realidad, el debate en torno a la regulación de la Banca Central gira en torno al problema de la discrecionalidad con que puede actuar la institución en períodos electorales llevando la tasa de desempleo a niveles que generan inflación pero que fomentan una visión favorable de la población hacia el partido en el poder, por ello la independencia de la Banca Central se ha ostentado como un argumento que de cumplirse no requiere el establecimiento de regla alguna.

Como se verá más adelante en la presentación de las experiencias de Banca Central, la independencia de la institución respecto al gobierno se ha convertido en la principal reforma que le ha permitido cumplir sus objetivos de inflación y fomentar su credibilidad ante los agentes. No obstante, en países como México aún existe la idea de regular la actuación de la Banca Central con la finalidad de que se cumplan, de manera explícita, otros objetivos como el de promover el crecimiento económico.

Banca Central y crecimiento económico

Detrás de la actuación del Banco Central y su objetivo de reducir la inflación está la búsqueda del bienestar social. Mismo que se consigue al mantener el valor del dinero y al promover la inversión —que en gran medida se efectúa a partir del crédito—, con lo cual se incrementa la producción y se fomenta el empleo. Dado que la inflación se considera como negativa, el bienestar social se maximiza cuando la inflación actual y la esperada son cero, y el empleo se encuentra en su nivel natural.¹⁵

No obstante, la actuación de la Banca Central también lleva implícito un costo social, puesto que el empleo no puede aumentar hasta un nivel que ocasione presiones inflacionarias. De modo que, cierto nivel de desempleo es necesario para cumplir la meta de nivel de precios.¹⁶

¹⁵ El enfoque de bienestar social se basa en tres relaciones clave. La primera se refiere a que las desviaciones del empleo de su nivel natural (ó máximo nivel alcanzable sin distorsiones monetarias) están directamente relacionadas con una inflación no esperada. La segunda tiene que ver con que la autoridad monetaria tiene una función de bienestar social que le da un peso negativo a la inflación y un peso positivo al empleo, aún cuando éste sobrepase su nivel natural. Y por último, el público comprende el comportamiento de la Banca Central, por lo que estructura sus expectativas inflacionarias de acuerdo a la política esperada (Cukierman, 1991: 150 y 151).

¹⁶ En términos macroeconómicos, este nivel de desempleo se conoce como “tasa de desempleo no aceleradora de la inflación” ó NAIURU por sus siglas en inglés (Non-Accelerating-Inflation Rate of Unemployment). Se refiere a la tasa de desempleo a la cual no existen presiones para elevar la inflación (pues los productores no buscan tomar ventaja del poder de mercado que les dan los cuellos de botella en el mercado de trabajo, ni los trabajadores tienen aspiraciones de ganar más allá del salario que iguala la tasa de crecimiento de la productividad), ni para bajarla (los consumidores no toman ventaja del poder de mercado que les da el exceso de capacidad, ni las empresas pueden usar el poder de mercado que les provee el elevado desempleo para reducir la tasa de crecimiento de los salarios).

Así, el objetivo del crecimiento económico, el equilibrio en la balanza de pagos, y la estabilidad financiera, entre otros, quedan supeditados al objetivo primario de la estabilidad de precios (Goodhart, 1995: 228).

La manera en que la política monetaria tiene efectos en la demanda agregada es a partir de la tasa de interés. Si bien los componentes de la demanda agregada que son sensibles a la tasa de interés reaccionan ante la tasa de interés real a largo plazo, y no ante la tasa nominal a corto plazo; que, como se ha señalado, es el instrumento de política monetaria de la Banca Central, los cambios en las variables nominales terminan impactando las variables reales.

A través del mecanismo de transmisión de la política monetaria, el Banco Central afecta las expectativas, las tasas de interés de mercado, los precios de los activos, el crédito, las decisiones de consumo e inversión, y con ello, ocasiona cambios en la demanda agregada, el nivel de precios y el empleo. No obstante, en el largo plazo ocurre una neutralidad de la política monetaria, pues el Banco Central no puede afectar al crecimiento económico modificando la oferta monetaria. Además, el proceso del mecanismo de transmisión puede variar en dirección y magnitud en función del estado de la economía, la existencia de shocks externos y las expectativas.¹⁷

A pesar de que ésta es la corriente de pensamiento principal, en algún momento esto no era así. En el Reino Unido, durante los años setenta ocurrió una estanflación como resultado de una política monetaria que no mantuvo bajo control la tasa de interés en el momento en que se dispararon los precios, pues los hacedores de política consideraban a la política monetaria como desconectada de la inflación por dos motivos. El primero de ellos hace referencia a que la inflación no es resultado de la brecha entre el producto real y el potencial. El segundo tiene que ver con el escepticismo respecto al poder de la política monetaria para afectar significativamente la demanda agregada y la brecha de la producción (Nelson y Nokolov, 2004: 307).

De acuerdo con la tradición keynesiana de la posguerra, la inflación es un fenómeno que resulta del incremento de los costos. Por ello, la política monetaria sólo puede afectar el ingreso real y el empleo, no los precios. Como señalan Balogh y Balacs “toda la experiencia

¹⁷ Para más detalles del mecanismo de transmisión de la política monetaria véase BCE, 2006.

de la posguerra contradice la noción de que el gasto presenta una elevada elasticidad ante cambios en la tasa de interés”.¹⁸ De este modo, el control de precios se ejercía a partir de medidas no monetarias que buscaban afectar directamente el precio de algunos productos ó su costo de producción.

No obstante, según estudios recientes que han intentado medir el efecto de las variaciones de la tasa de interés en los componentes de la demanda agregada, la política monetaria del Banco Central afecta más a la inversión que al consumo, puesto que ésta se ve mayormente influida por cambios en el costo del capital (BCE, 2006: 49). Además, es más sensible a las restricciones de liquidez, puesto que las empresas tienen la posibilidad de emitir deuda en los mercados financieros, ó bien de pedir préstamos bancarios. En cambio, el consumo parece más ligado a modificaciones en la paridad cambiaria.

Aún cuando el tipo de cambio no está estrictamente en manos del Banco Central, éste debe cuidar su evolución por los efectos que tiene sobre la estabilidad de precios. Las variaciones del tipo de cambio pueden también alterar la competitividad en términos de precios en los mercados internacionales de los bienes producidos internamente, e influir, por consiguiente, en las condiciones de la demanda y, posiblemente, en las perspectivas de los precios (BCE, 2006: 59-62).

Por último, es necesario señalar el papel que el Banco Central puede tener en el crecimiento y el desarrollo económico. Como órganos que son de la política monetaria, e intermediarios en el campo financiero entre el sector público y las entidades privadas, la contribución de la Banca Central en el desarrollo puede resumirse en tres áreas (Tamagna. 1963: 414).

Primero, está la influencia que ejercen, sobre la formación y disponibilidad del ahorro, las políticas y medidas que tienen por objeto mantener la estabilidad monetaria y afirmar la confianza en la moneda nacional. En un segundo lugar, se ubica el efecto que producen sus políticas de regulación del crédito y supervisión de las instituciones financieras, en la distribución de fondos por sectores, actividades y transacciones. Y por último, se encuentra

¹⁸ Balogh, Thomas y Balacs, Peter, Fact and Fancy in International Economics Relations, cit. en Nelson, Edward y Nokolov, Kalin, “Monetary policy and stagflation”, *Money, credit and banking*, Vol. 36, No 3, enero 2004, pág. 307.

la forma en que la organización financiera reacciona ante la política y dirección del Banco Central, y la actitud que éste adopta ante la evolución del mercado.

Según Tamagna (1963: 416), si la Banca Central no participara activamente en la consecución del desarrollo nacional, viviría una actitud de “cómodo aislamiento”, sin tomar en cuenta las aspiraciones populares y los programas de gobierno. Mientras que la experiencia ha mostrado que los bancos centrales no pueden eludir la responsabilidad de sustentar con sus políticas los programas de desarrollo establecidos por los gobiernos.

Por ello, además de las anteriormente señaladas, existen otras formas en las cuales el Banco Central se convierte en un actor del desarrollo, mismas que, si bien varían de país a país, se pueden dividir en tres (Tamagna, 1963: 417-419). En principio, es función del Banco Central asesorar a los órganos de gobierno responsables de las políticas de desarrollo acerca de las restricciones que el ahorro nacional y el suministro de capital externo imponen a la magnitud y dirección de los programas; así como mantener la estabilidad interna y externa de la moneda, según la orientación que se da al desarrollo. Esta función le ha sido reconocida a los bancos centrales al incluirlos en comisiones que tienen a cargo la formulación de políticas públicas.

En segundo lugar, los bancos centrales tienen la responsabilidad directa de asesorar en materia técnica a los gobiernos para el diseño y puesta en marcha de programas financieros y monetarios. Por ello, la entidad suele participar en comités técnicos especiales presidiendo comisiones de valores, ó consejos nacionales de estabilización monetaria, entre otros.

Finalmente, la Banca Central participa en comisiones intragubernamentales con el objeto de asegurar que, su consejo y el interés de la política monetaria, serán debidamente tomados en cuenta en la formulación de las políticas nacionales. En este último caso, la autoridad monetaria suele participar en comisiones intersecretariales, ó consejos de planeación.

No está demás señalar que la Banca Central vive un dilema entre responsabilidad monetaria y financiamiento del desarrollo, puesto que, como se verá en la siguiente sección, atender el problema de desarrollo sin tomar en cuenta los objetivos monetarios, originó crisis inflacionarias a lo largo del orbe, situación que se resolvió a partir de programas de estabilización y con la independencia de la Banca Central.

Antecedentes de la Banca Central

La historia de la Banca Central comienza con el Banco de Inglaterra, aunque no a partir de su fundación en el siglo XVII, sino en el siglo XIX cuando el banco aceptó su responsabilidad en la estabilidad del sistema bancario, lo cual significó dejar atrás cualquier preocupación residual por la obtención de ganancias de carácter privado (Capie, 1995: 7-8).

Al igual que en Inglaterra, en el resto del mundo los primeros bancos centrales se fundaron como bancos comerciales “especiales” en la medida que recibían privilegios del gobierno, como el monopolio de la emisión de moneda, por el hecho de ser su banquero principal. No obstante, en países como Suecia, Noruega, Finlandia, Dinamarca, Holanda y Austro-Hungría el Banco Central fue el primer banco comercial en existencia (Capie, Goodhart y Schnadt, 1994: 5).

Sin embargo, si bien algunas instituciones se fundaron antes del siglo XIX, no podían considerarse bancos centrales, pues fueron adquiriendo las funciones de Banca Central y a comportarse como tal durante el siglo XIX. Debido a su buena reputación, a su posición como tenedores de las reservas de oro de sus países, a su aptitud para lograr economías mediante la reunión de reservas a partir de un sistema bancario de corresponsales, y a la capacidad de proporcionar dinero en efectivo extra mediante operaciones de redescuento, esos bancos se fueron convirtiendo en bancos de banqueros, en prestamistas de última instancia en las crisis de liquidez (Capie, 1995: 9).

Cuando estos bancos comenzaron a actuar como prestamistas de última instancia, el riesgo moral por parte de los bancos miembros, que siguieron estrategias más riesgosas de las que hubieran llevado a cabo de otra forma, justificó la supervisión ó legislación regulatoria por parte de la Banca Central (Bordo, 1991: 15).

Durante la época de consolidación de la Banca Central, en el siglo XIX, dominaba la filosofía del *laissez faire*, de modo que dichas instituciones gozaban, a diferencia de épocas anteriores y posteriores, de mayor libertad en el establecimiento de sus políticas y objetivos, aún cuando se reconoce cierta injerencia gubernamental, particularmente durante las crisis financieras de 1847, 1857 y 1866 (Capie, 1995: 10).

Sin embargo, durante la Primera Guerra Mundial (PGM), la Gran Depresión, y la Segunda Guerra Mundial (SGM), la política monetaria simplemente se encaminó al financiamiento del déficit público originado por los elevados gastos de guerra y por la aplicación de políticas keynesianas que, ante la ineficacia de la política monetaria para detonar el crecimiento de la demanda agregada en el corto plazo, enarbolaban la superioridad de una política fiscal expansiva para fomentar el crecimiento económico. Así, durante la PGM la recién establecida Reserva Federal perdió su independencia inmediatamente después de que Estados Unidos se uniera a la guerra puesto que la Banca Central debía financiar el gasto militar que ello implicaba (Capie, 1995: 11).

Los elevados niveles de inflación que se experimentaron después de la PGM volcaron el interés de los hacedores de políticas a la necesidad de mantener la independencia de la Banca Central, por ello el período que siguió a la Gran Depresión se caracterizó por ser una etapa donde se buscó este objetivo, e incluso fue un rasgo del esquema de reconstrucción de la Liga de las Naciones.

No obstante, después de la Gran Depresión, los gobiernos se vieron motivados a modificar las tasas de interés, y a pesar de que algunas voces, como la de Plumbtree,¹⁹ señalaron la importancia de mantener la actuación de la Banca Central independiente de la política, el hecho de que la quiebra bancaria y comercial hubiesen ocasionado un período tan caótico en la economía mundial minó la confianza en el libre mercado y los gobiernos decidieron adoptar políticas intervencionistas.

A partir de entonces los gobiernos establecieron bancos centrales ó se hicieron cargo de los existentes y de los consejos monetarios. De este modo, y hasta 1970, la Banca Central se encontró fuertemente ligada, e incluso funcionó en una relación de dependencia, respecto a la política que dictaban los gobiernos.

Hasta finales de los años sesenta la mayoría de los países seguía el sistema de tipo de cambio fijo de Bretton Woods. Por ello, el objetivo de la Banca Central durante gran parte de su historia se enfocó en mantener el valor de la moneda doméstica en relación con un patrón

¹⁹ Plumbtree, A.F.W., "Central banking in the British Dominions", cit. en. Capie, F., *The evolution of general banking*, Íbid, pág. 11.

externo de valor,²⁰ para lo cual su principal instrumento fue el control de la tasa de interés. Cuando la moneda tendía a depreciarse respecto al patrón externo, un incremento en la tasa de interés ocasionaba un efecto contractivo en la expansión del crédito doméstico, el producto y la inflación, pero a su vez se incrementaba la entrada de capital externo (Goodhart, 1995: 78).

En una siguiente etapa, cuando comenzó a prevalecer la política económica neoliberal el objetivo de la Banca Central se concentró en mantener bajos niveles de inflación. El énfasis en la estabilidad de precios se relaciona con el deterioro del crecimiento económico, el empleo y la productividad en un entorno de elevada inflación, y con el papel protagónico que adquiere el mercado y que domina las políticas públicas desde la década de los ochenta (Bendesky, 1991: vi).

En América Latina, después de la década de los setentas ocurrió un incremento del endeudamiento externo y una insostenibilidad de los desequilibrios comerciales y fiscales a partir de la restricción crediticia de 1982. Por ello, se instauró una política macroeconómica restrictiva, asociada con la transferencia de recursos al exterior para el pago de la deuda.

En dicho período, los bancos centrales se vincularon a la política fiscal a tal grado que la política monetaria tuvo que dejar de operar para acomodarse a la mayor demanda crediticia del gobierno. El financiamiento del gasto público, incrementó la presión sobre la emisión monetaria y sobre la expansión de la deuda interna, de modo que los bancos centrales participaron en el financiamiento de emergencia a empresas, instituciones bancarias, y al gobierno, a bajas tasas de interés, con lo cual se complicó el logro del objetivo de estabilización (Bendesky, 1991: viii).

La experiencia histórica ha mostrado que los mayores problemas para mantener la paridad cambiaria y la estabilidad de precios ha sido la tendencia de los gobiernos a ejercer elevado gasto público y a financiarlo a partir de la emisión de circulante, de ahí que más adelante se haya buscado la emancipar la Banca Central de los gobiernos en el poder.

²⁰ En el Sistema de Bretton Woods el patrón inicial de valor fue el oro, cuyo valor en dólares se mantuvo fijo. Pero después de un proceso de inflación en los cincuenta y sesenta, se cambió el patrón oro por el patrón dólar.

En la actualidad, si bien la Banca Central ha logrado una mayor independencia política y ha alcanzado autonomía operativa, enfrenta el reto de alcanzar una mayor transparencia y de rendir cuentas detalladas a la sociedad, sobre todo en lo que respecta a los aspectos operativos de su política monetaria. Ganar credibilidad, fortalecer su institucionalidad y dar certidumbre a los agentes económicos son las metas de lo que podría denominarse la nueva Banca Central (Capie, 1995: 49).

Como una medida para incrementar la transparencia, hoy día la mayoría de los bancos centrales suministran informes sobre acontecimientos económicos, exponen su posición acerca de la política monetaria, y presentan el panorama que ofrece la inflación y algunas otras variables objetivo. Sin embargo, existen propuestas para aumentar los niveles de transparencia a partir de la publicación de la senda futura de la tasa de interés de corto plazo (Kahn, 2007: 56).

Con ello se pretende dejar atrás los anuncios de ajustes en el momento que éstos ocurren, y dar lugar a la certidumbre y estabilidad al mercado financiero, pues sería factible fijar adecuadamente el precio de los activos a largo plazo. De igual modo, en los mercados de futuros podría evitarse la especulación y se reduciría la volatilidad de los precios de los activos.

Algunas experiencias de Banca Central

En el siguiente apartado se presentan cuatro casos de Banca Central que resultan de particular interés por ser modelos representativos de dicha institución inscritos en escenarios nacionales disímiles pero dentro del mismo contexto económico global. Así, se expone un resumen histórico de la actuación y evolución de la Reserva Federal en Estados Unidos, del Banco Central Europeo en la Unión Europea, del Banco Central de Chile y del Banco de México.

La Reserva Federal

Con la finalidad de dar estabilidad al sistema financiero norteamericano, particularmente después de que experimentó tres graves pánicos bancarios: 1873, 1893 y 1907-1908, que

evidenciaron la necesidad de establecer una agencia que satisficiera la demanda de circulante en épocas de desconfianza (Bordo, 1991: 12), el 23 de Diciembre de 1913 el entonces presidente de los Estados Unidos, Woodrow Wilson, aprobó la Ley de la Reserva Federal en donde se establece como meta de la Banca Central proporcionar a la economía una moneda elástica y establecer una efectiva supervisión al sistema bancario (FRB, 2005). Misma que más adelante, con la enmienda de 1977 a la Ley de la Reserva Federal, cambió a la obligación de conseguir el máximo producto sostenible y el mayor nivel de empleo posible,²¹ así como mantener la estabilidad de precios.

De este modo, en 1914 se estableció una Banca Central federalizada, compuesta por una agencia central gubernamental (la junta de gobernadores del FED) con sede en Washington, y doce bancos regionales de la Reserva Federal para atender las necesidades diferenciadas de la nación.²² La junta y los bancos de la Reserva Federal tienen la responsabilidad compartida de: i) supervisar y regular ciertas instituciones financieras y sus actividades, ii) proveer servicios de banca a las instituciones depositantes y al gobierno federal, y iii) asegurarse de que los consumidores reciban la información adecuada y un trato justo en el sistema bancario.

Actualmente la FED implementa su política monetaria a través del control de la tasa de fondos federales, es decir, la tasa a la cual, las instituciones depositantes intercambian sus balances con el Banco Central. Éste ejerce su control influyendo en la demanda y oferta de dichos balances a partir de operaciones de mercado abierto (compra de bonos del tesoro); requerimientos de reservas (requerimientos que las instituciones depositantes deben conservar en efectivo ó en una cuenta del FED); depósitos fijos que efectúan las instituciones

²¹ En el largo plazo, la cantidad de bienes y servicios que la economía produce, y el número de empleos que genera no sólo depende de la política monetaria, sino de factores como la tecnología, las preferencias de la población al ahorro, y al riesgo, entre otros. De modo que el máximo nivel de producto y empleo, será aquel que sea consistente con estos factores en el largo plazo. Sin embargo, si bien la política monetaria no puede afectar el producto y el empleo en el largo plazo, puede atenuar recesiones y expansiones del ciclo económico para que se acerquen a sus valores de largo plazo.

²² Las oficinas centrales de la Reserva Federal están ubicadas en Boston, Nueva York, Filadelfia, Cleveland, Richmond, Atlanta, Chicago, St. Louis, Menneapolis, Kansas, Dallas y San Francisco. Sin embargo, existen sucursales en otras 25 ciudades entre las que se encuentran Buffalo, Cincinnati, Baltimore, Alabama, Miami, Nueva Orleáns, Nashville, Detroit, Denver, El Paso, Houston, San Antonio, Los Ángeles, Pórtland y Seattle. Para conocer las sucursales y su ubicación véase FRB, 2005: 7.

depositantes en el Banco Central; y préstamos de ventanilla de descuento (extensiones de crédito a las instituciones depositantes a partir de programas de préstamo) (FRB, 2005: 3).

Este es uno de los casos más importantes para el estudio de la Banca Central, puesto que fue al interior del sistema financiero estadounidense que se originó la actual crisis económica, siendo la laxitud en la regulación del mismo, uno de los argumentos esgrimidos con mayor fuerza como causa de la actual situación económica mundial.²³

No obstante, este período de desregulación tiene un pasado breve. Durante una importante etapa, el sistema bancario norteamericano se encontró regulado por la Ley Bancaria ó Ley Glass-Steagall, implementada por Roosevelt en 1933 y por la Ley Bancaria de Conglomerados de 1956 (Bank Holding Company Act) aprobada durante la presidencia de Eisenhower.²⁴ Mismas que aparecieron para regular la actividad bancaria después de que la crisis de 1929 mostrara que habían sobrepasado su rol tradicional de intermediarios financieros.

Con dichas leyes la actividad bancaria se separó tanto de la actividad bursátil como del negocio de seguros, de modo que era menos riesgosa, otorgaba mayor confianza a sus clientes y sus costos eran menores. Los bancos podían obtener sólo 18.0% de sus ingresos de la actividad bursátil, siempre y cuando lo hicieran a través de casas de bolsa que no estuvieran bajo su control. Además, con la finalidad de evitar la competencia desleal, se aplicó la Ley Anti-monopolio y se prohibió a los bancos la participación en el manejo de los fondos de pensiones.

Durante esta época se crearon importantes instituciones como la Securities and Exchange Commission (SEC), cuyo equivalente en México es la Comisión Nacional Bancaria de Valores (CNBV), para vigilar que la actividad bancaria se alejara de las actividades especulativas, y el Federal Insurance Deposit Corporation (FDIC), que en México es el Instituto para la Protección del Ahorro Bancario (IPAB), para vigilar los depósitos del público en los bancos.

²³ En la reunión del G-20 celebrada en París durante los primeros días de Abril de 2009, los presidentes de Francia, Nicolás Sarkozy, y de Brasil, Luiz Inácio Lula da Silva, pugnaron por una nueva regulación del sistema financiero que promueva su apoyo al sector productivo y aleje la especulación. El Financiero, miércoles 1 de Abril de 2009.

²⁴ La Ley Glass-Steagall tomó su nombre de los senadores Carter Glass y Henry Steagall quienes apoyaron al ex presidente estadounidense Franklin D. Roosevelt a emitirla. Mientras que la Ley Bancaria de Conglomerados debe su nombre a los senadores Chairmen Phil Gramm, James A. Leach, and Tom Bliley.

De este modo, la Ley Glass-Steagall junto con el establecimiento del seguro de depósito gubernamental en 1934, logró frenar las amenazas de pánicos bancarios que habían prevalecido desde 1870 hasta 1933,²⁵ y que no pudieron ser contenidas a pesar de la creación de la Reserva Federal en 1914 para que fungiera como prestamista de última instancia.²⁶

Sin embargo, poco a poco los distintos bancos fueron evadiendo dicha ley, sobre todo al efectuar operaciones *off-shore*.²⁷ En 1990 Alan Greenspan, entonces presidente del FED permitió a J.P. Morgan emitir papel financiero, y en 1996 concedió a las subsidiarias de los bancos la posibilidad de participar en negocios de inversión hasta en 25.0 por ciento.

En 1998 se fusionaron Travelers y Citicorp para crear Citigroup que conjuntaba todo tipo de operaciones, y el 12 de noviembre de 1999, el entonces presidente Bill Clinton aprobó la Ley Gramm-Leach-Bliley (GLBA) para dar pie a un nuevo período de banca múltiple que permitió a los bancos realizar operaciones bancarias, bursátiles y de seguros (Barth, Brumbaugh y Wilcox, 2000: 191).

Con esta nueva ley, tanto los bancos, como sus subsidiarias podían realizar cualquier tipo de actividad considerada como financiera por naturaleza, ó complementaria a la actividad financiera, siempre y cuando el FED no la considerase riesgosa para la actividad bancaria. Sin embargo, el FED no es un banco regulador, excepto para 15.0% de los bancos que son miembros del sistema federal, y es el Departamento del Tesoro quien participa en la determinación de cuales actividades caen en la categoría financiera. Asimismo, la Comisión de Valores y Cambio (Securities and Exchange Commission), regula otras áreas del sistema financiero y, junto con el FED, define las reglas para los nuevos productos financieros (Barth, Brumbaugh y Wilcox, 2000: 194).

²⁵ En una cronología elaborada por Bordo con relación a 6 países (Estados Unidos, Gran Bretaña, Francia, Alemania, Suecia y Canadá) se señala que entre 1870 y 1933 ocurrieron 16 crisis bancarias (definidas como corridas bancarias y/o quiebras), y 4 pánicos bancarios (corridas, quiebras y suspensiones de pagos) en Estados Unidos. Bordo, M., "Financial Crisis, Banking Crisis, Stock Market Crashes and the Money Supply: Some International Evidence, 1870-1933", 1986 cit. en Bordo, M., 1991, *op.cit.*, pág. 10.

²⁶ Si bien desde su creación y hasta 1930 no ocurrieron pánicos bancarios en Estados Unidos, entre 1930 y 1933 se sucedieron una serie de pánicos bancarios que ocasionaron la destrucción de una tercera parte del acervo de dinero y del cierre permanente de 40.0% de los bancos nacionales. (Bordo, 1991: 12).

²⁷ Se refiere a las operaciones realizadas fuera del país, generalmente en paraísos fiscales, donde se pagan bajos ó nulos impuestos por la actividad realizada y donde no rige una estricta legislación financiera.

La reciente crisis abrió un nuevo período para la regulación, y la junta de gobernadores del Banco Central en voz de Daniel K. Tarullo (2009), ha planteado la necesidad de reformular la estructura regulatoria para favorecer la correcta asignación del capital hacia áreas productivas. De este modo, se ha propuesto la creación de iniciativas de ley que ayuden a contener el riesgo sistémico y los problemas causados por instituciones demasiado grandes para quebrar (como fue el caso de Lehman Brothers), y que estén encaminadas a crear reglas, a la supervisión a partir de parámetros uniformes, y a la disciplina de mercado, tal y como se había establecido en el acuerdo de Basilea II.²⁸

Por lo pronto, el pasado 17 de junio la administración del presidente Obama presentó una propuesta de reforma regulatoria para el sistema financiero, lo cual implica el reconocimiento de que el mercado financiero no puede autorregularse. Dicha propuesta se centra en el establecimiento del FED como regulador del riesgo sistémico y como supervisor de las compañías “demasiado grandes para quebrar”; la instauración de un régimen regulatorio para los derivados; la constitución de una Agencia de Protección para los Consumidores Financieros; y la petición de mayores requerimientos de capital y liquidez a las diferentes instituciones financieras.²⁹

Asimismo, en cuanto a su política monetaria se refiere, el Sistema de la Reserva Federal aplicó una versión expansiva de su política al reducir la tasa de descuento que la Reserva Federal cobra a los bancos comerciales por el dinero que les presta a niveles de 2.0% en abril de 2008, después de haber alcanzado 5.5% en septiembre de 2007, con la finalidad de reactivar la economía. Sin embargo, meses después, la tasa siguió disminuyendo, y para diciembre de 2008 se anunciaba la decisión de mantener, por un tiempo algún tiempo más, la tasa de interés interbancario entre 0.0 y 0.25%, el nivel más bajo desde 1954.³⁰

En abril de 2009 se confirmó la decisión de mantener este nivel de tasa de interés por un período prolongado,³¹ pero a pesar de los niveles tan bajos de la tasa de interés la economía

²⁸ Para un análisis más detallado de los acuerdos de Basilea véase Zebadúa, A., “Crisis económica y regulación financiera internacional: acuerdos y cumplimiento” [en línea], *Nota Informativa*, CEFP, disponible en <http://www.cefp.gob.mx/notas/2009/notacefp0212009.pdf>.

²⁹ La Jornada, 25 Junio 2009.

³⁰ BBC, diciembre 16 2008.

³¹ Starmedia Finanzas, 29 Abril 2009.

norteamericana no se ha reactivado, dado que entre enero y marzo cayó 5.0% y cerró el 2008 con una caída de 6.3% anual.³² Los bancos han seguido reduciendo su nivel de préstamos y los negocios tienen problemas para acceder al crédito (Bernake, 2008).

En lo que parece una trampa de la liquidez,³³ la política monetaria está siendo inefectiva, y la opción para la Banca Central parece centrarse en su papel como prestamista de última instancia y en su carácter de ente regulador para devolver la confianza a los agentes y a los mercados financieros.

Así, la Reserva Federal a partir de su programa TARP (Troubled Asset Relief Program) que tiene como fin solventar activos en problemas, y que conjunta los recursos y acciones del Programa de Compra de Capital del Departamento del Tesoro, y del Programa de Garantía de Liquidez Temporal del Seguro Federal de Depósitos, ha otorgado cerca de 200 de los 700 mil millones de dólares que otorgó el Congreso a más de 500 bancos en Estados Unidos desde octubre de 2008³⁴ con la finalidad de favorecer la estabilidad de los mercados financieros, mejorar la situación de las instituciones financieras y fomentar la liquidez del mercado crediticio (FRB, 2009).

No obstante, en noviembre de 2008 ocurrió un cambio de orientación para el uso de los recursos, éstos se destinaron en su mayoría a la compra de acciones preferenciales en bancos para reforzar su capital, y no a la compra de activos en problemas. De este modo, al menos 10 de los bancos que recibieron parte de estos fondos han logrado recapitalizarse y están buscando regresar 68 mil millones de dólares al Banco Central.³⁵ Lo cual originó una caída del Dow Jones, y un recorte en el alza del Standard and Poor's 500 y del Nasdaq, ante

³² El Dictamen online, 29 Abril 2009.

³³ La trampa por la liquidez es una situación en la que la demanda de dinero es totalmente elástica respecto al tipo de interés, es decir, que incrementos de la oferta monetaria no consiguen reducir la tasa de interés, y por lo tanto, no estimulan la inversión ni el consumo. Esta situación se genera porque las tasas de interés son tan bajas que los agentes tienen expectativas de que suba a futuro. Además, el que la tasa de interés sea tan baja ocasiona que el público prefiera tener dinero en las manos en vez de invertirlos, el incentivo es demasiado pequeño para asumir el riesgo de poner el dinero a trabajar.

³⁴ CNN Expansión, 9 Junio 2009.

³⁵ CNN Expansión, 9 Junio 2009

la incertidumbre que genera para los agentes el que el dinero se esté devolviendo al gobierno en vez de utilizarlo para otorgar créditos que estimulen la economía.³⁶

El Banco Central Europeo

Desde su creación en 1998 el Banco Central Europeo (BCE)³⁷ ha tenido como objetivo conducir la política monetaria de la Unión Europea con la finalidad de lograr la estabilidad de precios, y sin perjuicio de dicho objetivo, apoyar las políticas económicas de la Comunidad Económica Europea que buscan alcanzar un alto nivel de empleo, crecimiento sostenible y no inflacionista, alto grado de competitividad y convergencia de los resultados económicos.³⁸

Para ello, la institución fija las tasas de interés de corto plazo, con lo cual logra influir en el nivel general de precios de la economía regional, que debe ubicarse por debajo ó cerca de 2.0 por ciento. A través del mecanismo de transmisión de la política monetaria, el BCE afecta las expectativas, las tasas de interés de mercado, los precios de los activos, el crédito, las decisiones de consumo e inversión, y con ello ocasiona cambios en la demanda agregada, el nivel de precios y el empleo.³⁹

Sin embargo, la política monetaria del BCE sólo puede afectar a la zona del euro en su conjunto, ya que para no ocasionar problemas inflacionarios ó deflacionarios tiene en cuenta los diferenciales de inflación en las distintas regiones de la unión europea.

A modo de resumen se puede decir que la política monetaria del Banco Central se fundamenta en dos pilares: al análisis económico y el análisis monetario. La primera perspectiva tiene por objeto evaluar los determinantes de corto a medio plazo del comportamiento de los precios, centrandó la atención en la actividad real y en la situación financiera de la economía; además de tomar en cuenta el hecho de que los precios se determinan por la interacción entre oferta y demanda en los mercados de bienes, servicios y

³⁶ El Economista, 9 Junio 2009.

³⁷ Aún cuando el Banco Central Europeo surge en 1998, la Unión Monetaria Europea existía desde 1990, y el Sistema Monetario Europeo creado para apoyar la integración monetaria apareció en 1979 (Scheller, 2006: 15).

³⁸ Artículo 2 del Tratado Constitutivo de la Comunidad Europea. El texto completo puede consultarse en <http://www.eu.int>.

³⁹ En el largo plazo ocurre una neutralidad de la política monetaria, pues el Banco Central no puede afectar al crecimiento económico modificando la oferta monetaria. Además, el proceso del mecanismo de transmisión puede variar en dirección y magnitud en función del estado de la economía, la existencia de shocks externos y las expectativas. Para más detalles del mecanismo de transmisión de la política monetaria véase BCE, 2006.

factores. La segunda perspectiva, sirve principalmente como medio para contrastar, desde una perspectiva de medio a largo plazo, la información de corto a medio plazo que proporciona el análisis económico (BCE, 2006: 55-56).

Sus instrumentos son las operaciones de mercado abierto y las facilidades permanentes. Las operaciones de mercado abierto, como la emisión de certificados de deuda, ó los *swaps* de divisas,⁴⁰ desempeñan un papel importante a efectos de controlar los tipos de interés; señalar la orientación de la política monetaria; y gestionar la situación de liquidez del mercado monetario. A su vez, la “facilidad marginal del crédito” y la “facilidad del depósito”, que mantienen respectivamente tasas por arriba y por debajo de la tasa de interés de mercado, tienen por objeto controlar los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario y, en especial, reducir su volatilidad en la medida que proporcionan ó absorben liquidez a un día.⁴¹

Otro de los mecanismos utilizados por el BCE para mantener la estabilidad de los precios, y que de hecho ha sido el mecanismo principal, junto con las operaciones de mercado abierto, para reducir la volatilidad de la tasa de interés de corto plazo, es el de “reservas mínimas”. Dicho instrumento implica el mantenimiento de depósitos en cuentas de los bancos centrales de cada país, mismos que se determinan en función de las partidas del balance de la entidad.

En cuanto a la política cambiaria debe decirse que, aún cuando el tipo de cambio no está en manos del BCE, éste debe cuidar su evolución por los efectos que tiene sobre la estabilidad de precios. Las variaciones del tipo de cambio pueden también alterar la competitividad en términos de precios en los mercados internacionales de los bienes producidos internamente, e influir, por consiguiente, en las condiciones de la demanda y, posiblemente, en las perspectivas de los precios (BCE, 2006: 59-62).

⁴⁰ Los *swaps* son contratos privados en los que las partes se comprometen a intercambiar flujos financieros en fechas posteriores. El *swap* o permuta financiera es un instrumento utilizado para reducir el costo y el riesgo de financiamiento, o para superar las barreras de los mercados financieros. En el caso de los *swaps* de divisas, éstos son compras de divisas al precio spot en el presente para venderlas a futuro a un precio prefijado hoy.

⁴¹ Para ver una definición detallada de cada uno de los instrumentos de política monetaria véase: BCE, 2006: 82-88.

El resultado de las acciones del BCE ha sido favorable en el sentido de haber logrado establecer la inflación muy cerca de su objetivo de 2.0% incluso a pesar de haber enfrentado fuertes perturbaciones como la triplicación de los precios del petróleo entre comienzos de 1999 y mediados del año 2000; la pronunciada depreciación del euro en el citado período; y el incremento de los precios de los alimentos como resultado de una serie de epidemias sufridas por determinados animales en el 2001 (BCE, 2006: 103).

De este modo, dado que tanto las expectativas de inflación de largo plazo señaladas en las encuestas del sector privado, como las implícitas en el precio de los bonos, se mantuvieron en niveles de 2.0%, es posible afirmar que tanto el público como los mercados han confiado en la determinación del BCE de mantener la estabilidad de precios a medio plazo. Son señales positivas de que, desde el principio, la institución ha sido capaz de forjar su credibilidad.

Sólo la reciente crisis financiera pudo minar en algo la credibilidad del BCE puesto que, al iniciar la incertidumbre en los mercados, el banco mantenía que las condiciones de financiación seguían siendo favorables, que el crecimiento monetario y crediticio era dinámico, y que la liquidez era abundante. Sin embargo, esa misma semana, el 10 de agosto de 2008, decidió ejecutar su labor de prestamista de última instancia inyectando 94 mil 800 millones de euros, el mayor monto suministrado en un solo día.⁴²

Para mayo de 2009, la institución había llevado la tasa de interés al mínimo histórico de 1.0% y se anunciaba una próxima aplicación de medidas no convencionales como inyecciones de liquidez, compra de deuda corporativa en el mercado secundario y compra de activos a bancos.⁴³ Esta decisión se ratificó en junio debido a muestras de incipiente recuperación, como el incremento de las ventas minoristas en abril, y se optó por comprar 60 mil millones de euros de deuda pública para impulsar los flujos de crédito en las economías europeas.⁴⁴

⁴² El País, La reválida del BCE [en línea], 14 agosto 2008, disponible en http://www.elpais.com/articulo/economia/revalida/BCE/elpepueco/20070814elpepieco_4/Tes.

⁴³ Cotizalia, abril 2 2009, disponible en http://www.cotizalia.com/cache/2009/05/07/noticias_46_rebaja_tipos.html.

⁴⁴ Cotizalia, junio 8 2009, disponible en http://www.cotizalia.com/cache/2009/06/04/noticias_65_sorpresas_mantiene_tipos.html.

El Banco Central de Chile

Una de las experiencias que vale la pena estudiar, porque refleja la situación de inestabilidad macroeconómica y financiera que se vivió en gran parte de las economías latinoamericanas, es la del Banco Central de Chile. Esta institución se creó el 22 de agosto de 1925, durante el gobierno de Arturo Alessandri Palma con la finalidad de resolver una vieja preocupación: proveer circulante en cantidades adecuadas para apoyar el desarrollo económico y terminar con niveles de inflación que llegaron a tres dígitos (Corbo y Hernández, 2005: 5-27).

Hasta antes de su creación, la economía chilena experimentaba una continua expansión monetaria que dio origen a una inflación persistente y a una continua depreciación de la moneda.⁴⁵ Por ello, en la época de su fundación, los objetivos del Banco Central apuntaban a la estabilización del valor de la moneda y el establecimiento del patrón oro como base de la unidad monetaria del país. No obstante, para la década de los cincuenta y a partir de entonces, su propósito se ha centrado en contribuir al desarrollo ordenado y progresivo de la economía nacional mediante las políticas monetaria, crediticia, de mercado de capitales, de comercio exterior, cambios internacionales, y de ahorro.⁴⁶

En los primeros años de operación de la Banca Central, bajo un esquema de patrón oro, la inflación fue inferior que en años anteriores, y el financiamiento al sector público no excedió el límite establecido. Sin embargo, después de la Gran Depresión, una caída del volumen y los precios de las exportaciones ocasionaron una acelerada pérdida de reservas, deterioraron la situación fiscal y redujeron el crecimiento, por lo que se abandonó el patrón oro.

Este panorama obligó a establecer controles de cambios (para frenar la libre convertibilidad del peso), a crear de tipos de cambio múltiples, y a imponer medidas proteccionistas a partir de aranceles diferenciados. En esta etapa el banco no pudo lograr su objetivo de estabilidad

⁴⁵ Mientras que el tipo de cambio se depreció en promedio 6.5% entre 1904 y 1915, entre 1918 y 1925 lo hizo en 16.0% por año. Asimismo, la inflación se mantuvo volátil y fue superior a la de períodos previos. Entre 1860 y 1895 la inflación fue de 2.0% anual, mientras que entre 1898 y 1925 fue de 6.2% promedio anual. (Corbo y Hernández, 2005: 10).

⁴⁶ Banco Central de Chile, "Funciones del Banco Central de Chile" [en línea], [citado abril 2, 2009] disponible en <http://www.bcentral.cl/acerca/funciones/02.htm>.

de precios dado que se dedicó a financiar al sector público y a proveer recursos crediticios al sector privado.⁴⁷

En una siguiente etapa, que comprende el período entre 1938 y 1952, la inflación siguió creciendo aceleradamente (17.0%), y el Banco Central siguió dedicado a financiar tanto al sector público como al privado. Esta situación se agravó tanto que la inflación llegó a ser de 80.0 entre 1923 y 1955, por lo que fue necesario imponer controles a los precios de los bienes, al tipo de cambio y a los salarios, con lo cual sólo se generaron distorsiones en el mercado. Ante tal escenario, se hicieron varios intentos de estabilización que no fructificaron.⁴⁸

Fue hasta 1973, cuando el cambio del modelo de desarrollo, que redujo el papel del Estado en la economía y liberalizó los mercados de bienes y de capitales; y un estricto programa de ajuste, permitieron alcanzar un superávit fiscal de 4.0% del PIB en 1976. No obstante, la aplicación de una política donde un tipo de cambio reptante⁴⁹ servía de ancla para la inflación, terminó apreciando insosteniblemente el tipo de cambio real, y propiciando el sobreendeudamiento externo en 1981 (Corbo y Hernández, 2005: 19).

En este período, la Banca Central tuvo que absorber la deuda externa privada, y la inflación continuó creciendo hasta que el orden en las cuentas fiscales, la normalización de los pagos externos, y la creación de un Banco Central autónomo en 1975, lograron controlar la inflación.

Dicha autonomía no se hizo efectiva sino hasta 1979 cuando se estableció que el Banco Central no pudiera otorgar garantías ni adquirir documentos emitidos por el Estado, sus organismos o empresas, ni tampoco financiar, directa o indirectamente, ningún gasto público o préstamo, salvo en caso de guerra exterior o peligro de ella. Sin embargo, su subordinación

⁴⁷ La inflación se ubicó en un nivel cercano a 24.0% en 1932 y el tipo de cambio se depreció 2.5 veces entre 1931 y 1932 (Corbo y Hernández, 2005: 16).

⁴⁸ El primero de ellos fue en 1955, mismo que logró reducir la inflación de 80.0% en 1955 a 20.0% en 1958, pero que no fue permanente por la falta de acuerdos políticos. El segundo, que comenzó en 1959, combinaba la supresión del financiamiento del gobierno y el establecimiento de una paridad fija entre el dólar y el peso, pero el financiamiento del gasto público continuó hasta terminar en una crisis de balanza de pagos en 1962. En un tercer intento, que comenzó en 1965, se reformó la política monetaria para enfocarla a la reducción de la inflación, se introdujo un tipo de cambio reptante (con pequeños ajustes de acuerdo a la tasa de inflación doméstica y externa), y se intensificó el control del crédito a partir de encajes e impuestos. Sin embargo, la situación fiscal no permitió el ajuste. En 1973 el déficit público llegó a ser de 30.0% del PIB y la inflación creció hasta 606.0% en 1973 (Corbo y Hernández, 2005: 18-19).

⁴⁹ Ver nota al pie 48.

al gobierno continuó a través de la figura del Consejo Monetario, conformado por autoridades designadas por el presidente, que fungía como órgano superior del Banco Central. De modo que la autoridad monetaria pudo concentrarse en su función de lograr la estabilidad financiera.

Finalmente, en 1989 le fue conferida la autonomía al Banco Central, y en la Ley Orgánica Constitucional del Banco de Chile quedaron establecidos tres objetivos primordiales para su actuación. El primero se refiere a la estabilidad de la moneda, el segundo pretende alcanzar la estabilidad de pagos internos al actuar como prestamista de última instancia, y el tercero busca garantizar la normalidad en el sistema de pagos externos en un contexto de libre flotación cambiaria.

Dentro de su período de autonomía, el Banco Central de Chile utilizó la tasa de interés como instrumento de control de la inflación y a partir de 1999 desarrolló un esquema de metas de inflación al anunciar una meta permanente de 3.0% anual, con un rango de $\pm 1.0\%$ y con un esquema de flotación cambiaria. En este esquema de política monetaria se restringe la inflación proyectada para seis u ocho trimestres en el futuro a fin de que converja al centro del rango meta (Corbo y Hernández, 2005: 22).

Así, la autonomía del Banco Central en conjunción con políticas como la regla de superávit fiscal, y la construcción de un sistema bancario suficientemente regulado y supervisado, redituaron en pasar de una inflación anual promedio de 47.5% con una volatilidad de 99.1% entre 1925 y 1989 a una inflación promedio de 8.1% con una volatilidad de 7.2% entre 1989 y 2005 (Céspedes y Valdés, 2009: 25).

La reducción de la inflación a niveles similares a los países industriales ha sido posible gracias a la credibilidad que ha adquirido la Banca Central a partir de su éxito en alcanzar la meta de inflación, puesto que ello ha permitido a los distintos agentes fijar sus expectativas coordinadamente con la meta de inflación anunciada. De modo que hasta ahora la institución monetaria ha logrado cumplir con su mandato y ha contribuido a mantener la estabilidad macroeconómica que se requiere para el crecimiento y el desarrollo económico.

Como medidas para enfrentar la crisis económica mundial, el Banco Central de Chile ha optado, como el resto de los bancos centrales, por flexibilizar la política monetaria. De este modo, en julio de 2009 optó por reducir la tasa de interés en 25 puntos para llegar a 0.50% anual, siendo éste un mínimo histórico que se pretende mantener por un tiempo prolongado; así como adoptar medidas complementarias de política monetaria.

Dentro de dichas medidas se encuentran el establecimiento de una facilidad de liquidez a plazo para las empresas bancarias, la suspensión de la emisión de títulos de deuda a plazos iguales ó superiores a un año y el ajuste del plan de emisiones de pagarés descontables del Banco Central a plazos menores de un año con la finalidad de reforzar la liquidez de las empresas bancarias (Banco Central de Chile, 2009).

El Banco de México

En México, la actividad bancaria inició en 1864 bajo un régimen de libre emisión, en el cual los bancos comerciales estaban autorizados para emitir billetes. Durante el Porfiriato, lo más cercano a un Banco Central fue el Banco Nacional de México, que además de emitir moneda actuó como agente financiero del gobierno en el manejo de la deuda, principalmente externa (Katz, 1999: 362).

El inicio de la guerra civil significó anarquía y crisis para el sistema monetario y bancario mexicano. En 1916 circulaban simultáneamente en México monedas de oro y plata, así como 21 diferentes tipos de billetes cuyo valor dependía de los triunfos ó derrotas de las distintas facciones revolucionarias. Así, en 1917 Venustiano Carranza decidió decretar la inconvertibilidad de los billetes y se decidió proponer la constitución de un banco gubernamental de emisión, por lo que el régimen de libre emisión se modificó al incluir en el artículo 28 constitucional que la emisión de moneda fuera monopolio de un banco controlado por el gobierno (Borja, 1995: 27).

Finalmente, en 1925, cuando el gobierno logró reunir los recursos para el capital inicial se creó el Banco de México y apareció la primera Ley Orgánica de la institución, misma que le otorgó la facultad exclusiva de crear moneda, y le encargó la regulación de la circulación monetaria, de los tipos de interés y del cambio sobre el exterior. Además, se establecieron márgenes de acción de las autoridades monetarias al establecer que debían mantener una

reserva de divisas de por lo menos 50.0% de los billetes en circulación, y el banco se convirtió en asesor financiero y banquero del gobierno (Solis, 1996: 15).

Los primeros años del funcionamiento del Banco de México estuvieron rodeados de desconfianza hacia los billetes que la institución emitía, por lo que entre 1925 y 1931 éstos representaron sólo 0.3% del dinero total en circulación. De este modo, el banco tuvo dificultades para realizar operaciones de redescuento con los bancos comerciales,⁵⁰ a la vez que la acuñación de moneda prevaleció en manos del gobierno, quien la utilizaba para cubrir su déficit presupuestal. Además, dado que se dejó a los bancos comerciales la decisión de asociarse con el Banco Central, éstos percibían al Banco de México como un competidor privilegiado (Katz, 1999: 365).

Esta situación cambió en 1932 cuando al promulgarse una nueva Ley Orgánica se estableció como obligatoria la asociación de los bancos comerciales con el Banco de México, y se creó una Ley Bancaria que restringía las operaciones de la banca extranjera a las propias de los bancos de depósito y descuento, por lo que muchas de estas instituciones se retiraron del país.⁵¹ Lo anterior sirvió para incrementar el número de operaciones de redescuento, de modo que en 1933 los billetes del Banco Central representaron 16.5% del circulante total.

A partir de entonces, y gracias a la promulgación de la Ley General de Instituciones de Crédito y de la Ley de Títulos y Operaciones de Crédito, el sistema financiero comenzó a consolidarse. El número de instituciones y de instrumentos financieros para el público se incrementó, y la penetración del sistema bancario en la economía se fortaleció al pasar de 3.3% en 1931 a 4.8% en 1934 (Katz, 1999: 370).

⁵⁰ El redescuento es una operación típicamente comercial en la que el Banco Central se convierte en prestamista de los prestamistas, con miras a regular en una forma más adecuada y efectiva el conjunto de relaciones patrimoniales entre la banca en general y su clientela. La operación se efectúa toda vez que el banco comercial carece de liquidez. Se denomina "redescuento" por cuanto los títulos que el banco comercial cede al Banco Central le fueron cedidos por sus clientes con base en el contrato de descuento. El redescuento y el descuento son esencialmente el mismo género de contrato: para el banco comercial el primero es una operación pasiva, porque recibe moneda, mientras que el segundo es una operación activa porque cede moneda. El banco que descuenta es dueño del título que recibió del cliente del sector no bancario, por tanto, podrá disponer de él como quiera: conservándolo hasta su vencimiento para recuperar sus fondos, o endosándolos a favor del Banco de la República para obtener liquidez (Álvarez, 1991: 117).

⁵¹ Entre ellos se encontraba el Banco Germánico de la América del Sur, el Canadian Commerce Bank, el Banco de Montreal, el Equitable Trust Co., el Anglo South American Bank, y el National Bank.

La consolidación del Banco de México se dio a partir de una nueva reforma a la Ley Orgánica en 1936 en la que se estableció el objetivo de controlar la inflación, se instauraron los límites del crédito que el Banco Central podía otorgar al gobierno,⁵² y se modificó el candado de emisión al estipular que la reserva de divisas debía ser de por lo menos 25.0% de los billetes emitidos.⁵³ Sin embargo, el Banco Central asumió tareas de fomento económico que sobrepasaron su función ortodoxa de regulación monetaria, y pusieron en peligro la estabilidad del nivel general de precios. Durante el gobierno cardenista el gasto y el déficit gubernamental se incrementaron, aumentó el número de las empresas paraestatales y se expropió la industria petrolera, llevando el endeudamiento del gobierno con el Banco Central de 15 a 106 millones entre 1936 y 1937, y acelerando la inflación y la pérdida de reservas (Katz, 1999:374-379).

Otra de las reformas que separaron al Banco de México de su papel ortodoxo fue la que se aplicó a la Ley Orgánica en 1941, puesto que al permitirle hacer diferencias en las tasas de encaje por tipo de depósito y región, lo convirtieron en un banco de desarrollo y generaron una asignación de los recursos ajena a los mecanismos de mercado.

Uno de los eventos con mayor impacto en la política monetaria fue la Segunda Guerra Mundial, pues la entrada de gran cantidad de capitales de corta permanencia a México incrementó las reservas internacionales en más de 300 millones de dólares en los cinco años que van de 1940 a 1945. Dado que el Banco Central no efectuó las medidas necesarias para evitar que esta entrada se convirtiera en un incremento de la oferta monetaria, ni la política fiscal se ajustó para alcanzar un superávit, la inflación llegó a 33.3% en 1944, y cuando los capitales dejaron México la situación cambiaria se volvió insostenible en 1949. El mismo fenómeno antes descrito se vivió con la guerra de Corea en 1951, sólo que esta vez el Banco Central adoptó una política de tipo de cambio fijo que perduró hasta 1976 (Katz, 1999: 385).

Esta modalidad de la política cambiaria ocasionó que los mercados financieros interno y externo estuvieran altamente integrados, lo cual, en un contexto donde las políticas de

⁵² Para computar el crédito del banco al gobierno se agregaron los bonos gubernamentales en poder del Banco Central. El monto máximo del saldo de la Tesorería calculado de esta manera no podía exceder 10.0% del promedio de los ingresos fiscales de los últimos tres años y debía quedar saldada en los seis meses posteriores al otorgamiento del crédito. Además el Banco Central podía adquirir bonos emitidos por el gobierno cuando estuvieran relacionados con obra pública.

⁵³ Este candado estaría presente hasta 1984 (Solís, 1996: 15).

encaje legal y de crédito selectivo no permitían que se cumpliera la paridad de las tasas de interés, generaron incentivos para que las empresas y los ahorradores se endeudaran y ahorraran en el mercado financiero externo.

Asimismo, el agotamiento del modelo de sustitución de importaciones que trajo consigo un incremento del gasto fiscal, y una mayor participación del sector paraestatal, elevaron los requerimientos financieros del sector público a un promedio de 7.8% del PIB entre 1972 y 1976, e incrementaron la estabilidad macroeconómica y la inflación que, lo cual, en un contexto de tipo de cambio fijo, implicó una continua apreciación del tipo de cambio real y un déficit de la cuenta corriente. De este modo, a pesar de las enormes contrataciones de deuda externa, misma que pasó de 4 mil millones de dólares en 1971 a 19 mil millones en 1976, el tipo de cambio pasó de 12.5 a 18.0 pesos por dólar después de 22 años (Katz, 1999: 390).

Dentro de la turbulencia de estos años existen dos acciones que al implementarse establecieron algunas condiciones necesarias para fortalecer la actuación de la Banca Central. En 1974 se creó el concepto de costo porcentual promedio de captación para la banca múltiple (CPP). Esta tasa promedio se convirtió en una referencia para los créditos bancarios, por lo que evitó muchas dificultades a los bancos cuando las tasas de interés se empezaron a elevar por efecto de la inflación. Asimismo, en 1978 se crearon los Certificados de la Tesorería (CETES), mismos que fueron la base para el desarrollo de un mercado de bonos y valores de renta fija en México, y que permitieron la regulación monetaria a través de operaciones de mercado abierto.⁵⁴

No obstante, la política fiscal expansiva, desasociada de la política monetaria, y acompañada de un financiamiento del déficit fiscal a partir de la expansión monetaria y del endeudamiento externo, ocasionó que nuevamente en 1982, después de la caída de los precios del petróleo, y con ella de la pérdida de divisas, el tipo de cambio volviera a devaluarse. La inestabilidad fue tal en este período que el déficit fiscal llegó a 16.9% del PIB, el tipo de cambio aumentó 500.0% y la inflación casi llegó a los tres dígitos (Katz, 1999: 395).

⁵⁴ Banco de México (Banxico), *Semblanza histórica del Banco de México* [en línea], [citado mayo 22, 2009], disponible en <http://www.banxico.gob.mx/acercaBM/semblanzaHistorica/SemblanzaHistorica.html>.

Dado que el escenario volvió a repetirse, en 1987 se inició una política de estabilización basada en: una política fiscal y monetaria restrictiva, un tipo de cambio que fungiría como ancla nominal de la economía, y un pacto para reducir las expectativas de inflación. Sin embargo, en términos de la Banca Central el suceso más importante fue la reforma a los artículos 28, 73 y 123 de la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos que decretó la autonomía del Banco de México el 1º de abril de 1994. Dichas reformas, aprobadas por el Congreso de la Unión el 22 de junio de 1993, modificaron la naturaleza jurídica del Banco Central, que de organismo descentralizado, bajo el control del gobierno federal, pasó a ser nueva persona de derecho público que ejerce funciones inherentes al Estado sin estar comprendido en la administración pública federal.

A partir de dicha reforma se estableció como objetivo primordial del Banco Central la procuración de la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional; se le otorgó independencia para implementar la política monetaria que estimase conveniente para la consecución de su objetivo primordial; y se estableció que ninguna autoridad pudiera exigirle la concesión de crédito, con lo cual se garantiza el control ininterrumpido del instituto central sobre el monto del dinero (billetes y monedas) en circulación (Borja: 1995: 31-33).

Desde el punto de vista de la política monetaria el principal obstáculo para su ejercicio autónomo era la política cambiaria. Dentro de un contexto económico y político inestable, la decisión de mantener un sistema de bandas, implicó que el tipo de cambio se mantuviera cerca ó pegado al techo, y que el público percibiera que el Banco Central se ocuparía de defender el techo, de modo que presionó demandando dólares y la institución monetaria tuvo que vender reservas a ese tipo de cambio, por lo que no pudo ejercer plenamente su política monetaria.

Este sistema de tipo de cambio se abandonó con la crisis de 1995. Sin embargo, en ese momento el papel del Banco de México no se concentró en su objetivo de mantener la estabilidad de precios sino en su actuación como prestamista de última instancia. La institución sufrió diversas críticas por no restringir la política monetaria antes, durante y después de la crisis (Martínez, Sánchez y Werner, 2001: 4).

A partir de entonces, la flexibilidad cambiaria permitió que el tipo de cambio no se utilizara más como “ancla” de la política monetaria, de modo que en un principio y al menos durante algunos años, ese papel de objetivo intermedio recayó en la utilización de la base monetaria.⁵⁵ Con el fin de enviar señales sobre sus intenciones de política monetaria, el Banco Central da a conocer la cantidad a la que pretende llevar el saldo acumulado de los saldos diarios totales de las cuentas corrientes de la banca al día siguiente.

De este modo, un objetivo de saldos de apertura igual a cero implica que el Banco Central pretende satisfacer la demanda de billetes a la tasa de interés de mercado; mientras que un saldo de apertura negativo, ó “corto”, implica que la banca no proporcionará los recursos suficientes a la tasa de mercado, lo cual eleva la tasa de intereses cuando las instituciones intentan obtener esos recursos en el mercado de dinero. Por ello un “corto” envía un mensaje de política monetaria restrictiva (Martínez, Sánchez y Werner, 2001: 5).

Cuando se llegó a niveles de inflación más reducidos las autoridades se enfrentaron con la dificultad para pronosticar con exactitud la trayectoria de dicho agregado que resultase congruente con la meta de inflación adoptada, por lo que se transitó hacia un esquema de objetivos de inflación de corto y mediano plazo, que se instauró a partir de 2001.

Dentro de los elementos más importantes de este esquema destacan: i) el anuncio de una meta de inflación del INPC de 3.0 por ciento con un intervalo de variabilidad de +/- un punto porcentual; ii) el uso de un enfoque sistemático para identificar el origen y las características de las presiones inflacionarias; iii) la descripción de los instrumentos que el Banco de México utiliza para alcanzar su objetivo; y, iv) la conducción de la política monetaria bajo un esquema de comunicación que promueve la transparencia y facilita la toma de decisiones del público (Banxico, 2004).

⁵⁵ Este concepto corresponde al pasivo monetario del Banco Central. En el caso de México este pasivo está formado principalmente por los rubros siguientes: billetes y monedas en poder del público y las reservas de la banca comercial, éstas se integran por la cuenta corriente de valores y depósitos en el Banco de México, circulante en caja y la inversión en Certificados de Tesorería (CETES) de la banca comercial. La base monetaria puede definirse por sus fuentes y por sus usos. Tiene como fuentes: a) disponibilidad en oro, plata y divisas del Banco Central; b) financiamiento neto del Banco Central al sector público; y c) financiamiento del Banco Central al sistema financiero. Estos tres conceptos se denominan base monetaria, cuando se trata de una cantidad en una fecha determinada; y expansión primaria de dinero, cuando se refiere a variaciones entre balances. Existe creación primaria de dinero cuando aumenta cualquiera de las tres fuentes mencionadas, y contracción en el caso contrario. Los usos de la base monetaria son: a) billetes y monedas en poder del público, y b) depósitos de la banca comercial que incluyen: cuentas corrientes de valores y depósitos en el Banco Central, más billetes y monedas metálicas en caja.

De este modo, las acciones de política monetaria de un esquema de objetivos de inflación responden a una motivación preventiva más que correctiva, ya que para decidir sus intervenciones la autoridad monetaria debe observar en todo momento el amplio conjunto de indicadores económicos. Asimismo, resalta el papel de la transparencia y la rendición de cuentas en el convencimiento del público acerca de las bondades de la operación de la Banca Central.

Es así que desde entonces el Banco Central decidió ampliar la comunicación con el público mediante la publicación trimestral de informes sobre la inflación y la aplicación de la política monetaria. El objetivo se convirtió en hacer coincidir las acciones de política monetaria con las expectativas de inflación para alcanzar los objetivos propuestos, y cuando esto no ocurrió, se utilizó el “corto” para calmar a los mercados.

Cuando se alcanzó cierta estabilidad macroeconómica y un mayor desarrollo de los mercados financieros, se transitó hacia la adopción de la tasa de fondeo interbancario a un día como objetivo operacional en sustitución del “corto”, mismo que se adoptó definitivamente el 21 de enero de 2008. Así, los anuncios de política monetaria a partir de abril de 2004 han establecido tasas de interés mínimas, por lo que el mercado ha operado siguiendo una tasa señalada por el Banco de México (Banxico, 2008).

Desde entonces, la política monetaria de la Banca Central pudo cumplir con su objetivo de mantener la estabilidad de precios muy cerca de sus objetivos. Sin embargo, la crisis financiera que se originó en Estados Unidos en agosto de 2007, ocasionó un fuerte incremento en la aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales, traduciéndose en una fuerte volatilidad en las economías emergentes, entre ellas México que comenzó a resentir los efectos desde mediados de 2008.

Lo anterior propició por un lado, presiones inflacionarias que la Banca Central buscó controlar a partir de una política monetaria restrictiva, incrementando la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 25 puntos; y por otro, acciones especulativas alrededor del tipo de cambio que el Banco de México ha intentado frenar a partir de una política cambiaria que provee liquidez al mercado.

Así, se iniciaron subastas de 400 millones de dólares con precio mínimo de 2.0% superior al tipo de cambio del día hábil inmediato anterior; subastas extraordinarias realizadas en el mes de octubre de 2008 para atender demandas excepcionales de divisas; y el establecimiento de un mecanismo de intercambio temporal de divisas (conocido como “línea swap”) con la Reserva Federal de Estados Unidos hasta por un monto de 30 mil millones de dólares, a partir del 29 de octubre de 2008 y con una vigencia que recién se extendió a febrero de 2009 (Banxico, 2008).

En el primer trimestre del año 2009, dada la contracción de la actividad económica que se estimó de entre 7.0 y 8.0%, la inflación mostró niveles sucesivamente más bajos hasta cerrar en 6.04 por ciento en marzo. No obstante, dicho decrecimiento fue menor de lo esperado, por lo que el Banco Central decidió optar por una política monetaria menos restrictiva al reducir sucesivamente el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día en 50, 25, 75 y 75 puntos base en los meses de enero, febrero, marzo y abril, respectivamente; a la vez que amplió sus medidas para contener la depreciación del peso y así evitar que se incrementara el precio relativo de las mercancías (Banxico, 2009).

De este modo, en febrero de 2009, el Banco de México hizo uso de sus reservas para estabilizar la moneda, y a partir del 9 de marzo y hasta el 8 de junio de 2009, se agregó a las subastas diarias un monto de 100 millones de dólares cuando se observara una depreciación superior a 2.0%. De este modo, sin aparentemente tener una meta de tipo de cambio, como señaló la misma institución,⁵⁶ con su intervención a partir de las reservas la Banca Central evitó una mayor depreciación del peso que ya rondaba el 40.0 por ciento.⁵⁷

Asimismo, en un intento por fomentar la actividad económica, el Banco de México decidió reducir el pasado 17 de junio la tasa de interés interbancaria a un día en 50 puntos base con lo cual se coloca en 4.75%. Y existe una propuesta legislativa para que controle la tasa de

⁵⁶ El Economista, 26 Febrero 2009

⁵⁷ La Jornada, 8 Febrero 2009

interés activa, con lo cual se reduciría el financiamiento que otorgan las instituciones financieras, frenándose el consumo y la inversión.⁵⁸

Consideraciones finales

La Banca Central ha sido una institución fundamental en el desarrollo económico de las naciones. Desde su actuación como banquero del gobierno en donde proveía a éste de recursos necesarios para la construcción de las naciones; hasta nuestros días, en que permanece independiente de la financiación de los déficit públicos y se dedica a mantener la estabilidad de precios, el Banco Central ha sido un actor central para alcanzar la madurez del sistema económico-financiero y la estabilidad macroeconómica.

A lo largo del tiempo ha quedado claro que, en su papel de prestamista de última instancia y regulador eficiente de los mercados financieros, las instituciones de Banca Central en ciertos momentos de la historia han logrado evitar la vulnerabilidad y volatilidad que minan las condiciones para el crecimiento en la medida que generan un entorno de confianza para que los agentes inviertan y consuman.

Asimismo, su papel en la contención de los desequilibrios externos ha sido relevante. Aún cuando no se señala como su objetivo primordial, una economía abierta debe tener en cuenta que los movimientos del tipo de cambio pueden generar problemas de competitividad, alzas de precios, pánicos y crisis cambiarias que redunden en crisis financieras. Por ello, la intervención de la Banca Central en el mercado cambiario, a partir de operaciones de mercado abierto, ha logrado en numerosas ocasiones mantener la paridad cambiaria acorde con los objetivos de política económica; y aún cuando sería cuestionable el hecho de que su intervención en el mercado cambiario mina el papel de la política monetaria, termina sirviendo a su objetivo de estabilidad de precios.

La independencia, transparencia y rendición de cuentas de la Banca Central han sido las innovaciones más recientes en la historia de la Banca Central que han permitido transitar hacia un esquema moderno de la institución, en donde ganar credibilidad y dar certidumbre a

⁵⁸ Banco de México, "Anuncio de política monetaria", *Comunicado de prensa*, 19 junio 2009.

los agentes económicos se han convertido en las metas principales y en la base para alcanzar los objetivos de nivel de precios en el largo plazo y la estabilidad en los mercados de futuros; acciones con las cuales se impulsa el crecimiento y el desarrollo económico de las naciones.

De este modo, aún cuando promover el crecimiento económico no es un objetivo específico de la Banca Central, con su actuación aporta elementos para promoverlo. Establecerlo explícitamente como prioridad podría resultar contradictorio pues, como se ha señalado, la estabilidad de precios conlleva el costo social de mantener cierta capacidad subutilizada y cierto nivel de desempleo, y la disposición de promover el crecimiento implicaría que en ocasiones su objetivo de inflación se perdiera a costa de mantener cierto nivel de producción y empleo.

La actual crisis económica mundial ha dejado como lección que lo relevante no es si se incluye ó no el objetivo del crecimiento en las leyes que regulan las diferentes bancas centrales del orbe, sino que éstas estarán enfrentando un escenario donde buscarán: modificar sus instrumentos; reformular sus políticas para adecuarlas a la nueva realidad donde abundan los instrumentos financieros que complican la actuación de la Banca Central; revolucionar los regímenes de regulación para las instituciones financieras; mejorar los sistemas de transparencia; y ante los escenarios donde la acción de la política monetaria parece ineficaz para promover la reactivación de la economía, transformar su papel de rector de un conjunto de políticas que incluyan acciones de política fiscal.

Como todo período de crisis, éste puede verse como la oportunidad para que se reformulen los modelos de desarrollo, los esquemas de política económica, sus instituciones, y con ello, la Banca Central. El modelo de Banca Central que prevalecerá en los próximos años será fundamental para promover la recuperación de la economía, para mantener el crecimiento y para reducir los riesgos y controlar los efectos de una próxima crisis.

Bibliografía

- Álvarez, E., *Contratos Bancarios*, Universidad de los Andes. 1991.
- Aybar, S. y Harris, L., “How credible are credibility models of central banking”, en Arestis P. y Sawyer, M.C., *The political economy of central banking*, Edward Elgar, Cheltenham, 1998.
- Bagehot, W., *Lombard Street: el mercado monetario de Londres*, México, Fondo de Cultura Económica, 1968.
- Banco Central de Chile, Reunión de Política Monetaria, Comunicado de prensa, julio 2009 [en línea], [citado julio, 2009], disponible en <http://www.bcentral.cl/prensa/comunicados-consejo/politica-monetaria/2009/rpm09072009.pdf>.
- _____, “Funciones del Banco Central de Chile” [en línea], [citado abril 2, 2009] disponible en <http://www.bcentral.cl/acerca/funciones/02.htm>.
- Banco de México (Banxico), *Semblanza histórica del Banco de México* [en línea], [citado mayo 22, 2009], disponible en <http://www.banxico.gob.mx/acercaBM/semblanzaHistorica/SemblanzaHistorica.html>.
- _____, Informe sobre la inflación enero-marzo 2009 [en línea], [citado junio 4, 2009], disponible en <http://www.banxico.org.mx/documents/%7B014B4844-A7B0-3C83-3F2C-5EB0C799375D%7D.pdf>.
- _____, *Informe anual 2008*, [en línea], [citado junio 4, 2009], disponible en <http://www.banxico.org.mx/documents/%7BE2479C99-47CB-19B8-92A7-D011876E8FCA%7D.pdf>.
- _____, *Política monetaria. Informe sobre el primer semestre de 2008*, [en línea], [citado junio 5, 2009], disponible en <http://www.banxico.org.mx/documents/%7B8DD49351-C84B-267C-2989-49E739C55914%7D.pdf>.
- _____, *Informe anual 2004* [en línea], [citado junio 4, 2009], disponible en <http://www.banxico.org.mx/documents/%7B15AB4EA1-926E-53EF-D7DB-8ED747F292F7%7D.pdf>.
- Barth, J., Brumbaugh, D. y Wilcox, J., “The repeal of Glass-Steagall and the advent of broad banking”, *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 14, núm. 2, 2000.
- Barro, R.J. y Gordon, D.B., “A positive theory of monetary policy in a natural rate model”, *Journal of Political Economy*, vol. 91, núm. 4, pp. 589-610, 1983.
- BCE, “La política monetaria del BCE” [en línea], ECB, Frankfurt, 2006 [citado marzo 2, 2009]. Disponible en <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/monetarypolicy2004es.pdf>
- Bendesky, L., (comp.), *El papel de la Banca Central en la actualidad*, CEMLA/Banco de España, 1991.

- Bernake, B., "La Reserva Federal debe revisar su política monetaria", *La Nación* [en línea], octubre 7, 2008 [citado junio 8, 2009], disponible en http://www.lanacion.com.ar/nota.asp?nota_id=1057041.
- Blinder, A., "The rules-versus-discretion debate in the light of recent experience", *Weltwirtschaftliches Archiv*, vol. 123, núm. 3, 1987, pp. 399-414.
- Bofinger, P., Rules versus discretion, en Bofinger, P., *Monetary Policy. Goals, Institutions, Strategies, and Instruments*, Oxford University Press, Gran Bretaña, 2001.
- Bordo, M., "El prestamista de última instancia: puntos de vista alternativos y experiencia histórica", en Bendesky, L. (comp.), *El papel de la Banca Central en la actualidad*, Banco de España/CEMLA, 1991.
- Borja, Francisco, "Reforma constitucional para dotar de autonomía al Banco de México", en IJ (UNAM)/Corte de Constitucionalidad República de Guatemala (eds.), *Autonomía del Banco de México y perspectivas de la intermediación financiera* [en línea], Cuadernos Constitucionales México-Centroamérica, Instituto de Investigaciones Jurídicas, 1995. [citado Marzo 10, 2009]. Disponible en: <http://www.bibliojuridica.org/libros/1/230/4.pdf>.
- Capie, Forrest, "The evolution of general banking", *Policy Research Working Paper*, World Bank, 1995.
- _____, Goodhart, C. y Schnadt, N., "The development of central banking", en Capie, et.al. (eds.), *The Future of Central Banking. The Tercentenary Symposium of the Bank of England*, Cambridge University Press, 1994.
- Céspedes, F. y Valdés, R., "Autonomía de bancos centrales: la experiencia chilena", *Economía chilena*, vol. 9, núm. 1, abril 2009.
- Coates, Kenneth, "Un enfoque estratégico para la nueva Banca Central", *Boletín del CEMLA*, abril-junio 2007.
- Corbo, V. y Hernández, L., "Ochenta años de historia del Banco Central de Chile", *Economía Chilena*, vol. 8, núm. 3, 2005.
- Cukierman, A., "El comportamiento del Banco Central y su credibilidad: algunos desarrollos teóricos recientes", en Bendesky, L. (comp.), *El papel de la Banca Central en la actualidad*, CEMLA/Banco de España, 1991.
- Dow, S. y Rodríguez, C., "The political economy of monetary policy", en Arestis P. y Sawyer, M.C., *The political economy of central banking*, Edward Elgar, Cheltenham, 1998.
- Federal Reserve Board (FRB), *Troubled Asset Relief Program (TARP) information* [en línea], April 2009, [citado junio 9, 2009], disponible en <http://www.federalreserve.gov/bankinfo/tarpinfo.htm>.
- _____, *The Federal Reserve System. Purposes and Functions*, Washington, System Publication, 2005.

- Friedman, M. y A. Schwartz, "A monetary history of the United States, 1867-1960", Princeton, Princeton University Press, 1963.
- _____, *A Program for Monetary Stability*, New York, Fordham University Press, 1960.
- Fontana, G., "Post Keynesian Approaches to Endogenous Money: a time framework explanation", *Review of Political Economy*, vol. 15, núm. 3, pp. 291-314, 2003.
- Goodfriend, M. y R.A. King, "Financial Deregulation, Monetary Policy, and Central Banking", en W. S. Haraf y R.M. Kushmider (eds.), *The U.S. Payment Systems: Efficiency, Risk and the Role of the Federal Reserve*, Boston, Kluwer Academic Publishers, 1988.
- Goodhart, C., *The Central Bank and the financial system*, The MIT press, Massachusetts, 1995.
- _____, "Implications of shifting frontiers for monetary control", en Goodhart, C., *The Central Bank and the financial system*, The MIT press, Massachusetts, 1995.
- _____, "Alternative Monetary Standards", en Goodhart, C., *The Central Bank and the financial system*, The MIT press, Massachusetts, 1995.
- _____, "The operational role of the bank of England", en Goodhart, C., *The Central Bank and the financial system*, The MIT press, Massachusetts, 1995.
- _____, "The structure of financial systems", en Goodhart, C., *The Central Bank and the financial system*, The MIT press, Massachusetts, 1995.
- _____, "Monetary policy in the 1990s", en Goodhart, C., *The Central Bank and the financial system*, The MIT press, Massachusetts, 1995.
- _____, "Alternative Monetary Standards", en Goodhart, C., *The Central Bank and the Financial System*, Cambridge, The MIT press, 1995.
- _____, *The Evolution of Central Banks*, MIT Press, Cambridge, Mass. 1985.
- Guillén Romo, H., "De la orden cepalina del desarrollo al neoestructuralismo en América Latina", *Comercio Exterior*, vol. 57, núm. 4, 2007.
- Hayek, F.A., "Denationalization of Money", *Hobart Special Paper*, No. 70, 1976.
- Hetzel, R., "Las responsabilidades monetarias de un Banco Central", en Bendesky, L., (comp.), *El papel de la Banca Central en la actualidad*, Banco de España/cemla, 1991.
- Hughson, E. y Weidenmier, M., "Financial markets and Lender of Last Resort", [en línea], noviembre 2008, *VOX Research-based policy analysis and commentary from leading economists*, [citado abril 30, 2009]. Disponible en: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/2625>.
- Kahn, George, "Comunicando una senda de política: ¿la próxima frontera en la transparencia del Banco Central?", *Boletín del CEMLA*, abril-junio 2007.
- Katz, I., *La constitución y el desarrollo económico de México*, CIDAC/ITAM/Cal y Arena, México, 1999.

- Kindleberger, C. *Manias, Panics and Crashes. A history of financial crisis*. London, McMillan, 1978.
- Martínez, L., Sánchez, O. y Werner, A., “Consideraciones sobre la conducción de la política monetaria y el mecanismo de transmisión en México”, *Documentos de investigación del Banco de México*, marzo 2001 [en línea], [citado junio 2, 2009], disponible en <http://www.banxico.org.mx/tipo/publicaciones/seminarios/LorenzaMartinez%20y%20OscarSanchez.pdf>.
- Nelson, Edward y Nokolov, Kalin, “Monetary policy and stagflation”, *Money, credit and banking*, Vol. 36, No 3, enero 2004.
- Smith, Vera, “El desarrollo de la Banca Central en Inglaterra y el sistema escocés” [en línea], Libretas 23, ESEADE, octubre 1995 [citado marzo 9, 2009]. Disponible en: <http://www.eseade.edu.ar/servicios/indice42.asp?ID=22>.
- Scheller, Hanspeter, “The European Central Bank. History Role and Functions” [en línea], ECB, Frankfurt, 2006 [citado marzo 2, 2009]. Disponible en <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/ecbhistoryrolefunctions2006en.pdf?422bcf6f05e44fac9ce8869c90d2ee75>,
- Schwartz, A. J., “Financial Stability and the Federal Safety Act”, en Haraf. W.S y Kushmeider, R.M. (eds.), *Reestructuring Banking and Financial Services in America*, Washington, American Enterprise Institute, 1988.
- Solis, R., “La política monetaria de 1994: la evolución del crédito interno neto y la recomposición de la deuda interna”, *Economía: Teoría y Práctica*, núm. 6, 1996.
- Tamagna, Frank, *La Banca Central en América Latina*, CEMLA, México, 1963.
- Tarullo, D., *Financial regulation in the wake of the crisis* [en línea], Speech at the Peterson Institute for International Economics, Washington, D.C., 2009 [citado junio 8, 2009], disponible en <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/tarullo20090608a.htm>.
- Thornton, H., *Crédito papel: una investigación sobre la naturaleza y los efectos del crédito papel en Gran Bretaña*, Madrid, Pirámide, 2000.
- Zebadúa, A., “Crisis económica y regulación financiera internacional: acuerdos y cumplimiento” [en línea], *Nota Informativa*, CEFP, disponible en <http://www.cefp.gob.mx/notas/2009/notacefp0212009.pdf>.



H. Cámara de Diputados
Centro de Estudios de las Finanzas Públicas
LX Legislatura
Julio de 2009
www.cefp.gob.mx

Comité del Centro de Estudios de las Finanzas Públicas

Presidente: Dip. Mario Alberto Salazar Madera

Dip. Fco. Javier Calzada Vázquez

Dip. Javier Guerrero García

Dip. Carlo Alberto Puente Salas

Centro de Estudios de las Finanzas Públicas

Director General: Héctor Juan Villarreal Páez

Director de Área: Mtra. Lol-be Peraza González

Elaboró: Mtra. Anjanette Deyanira Zebadúa Soto