



## Políticas “No Convencionales” y la hoja de balance de los Bancos Centrales: El Norte no es el Sur.

Angel Alberto Arita O.<sup>1</sup>

### Introducción

A la luz de la enorme influencia que la crisis financiera internacional ha tenido en la conducta y objetivos de los bancos centrales, esta nota tiene como fin primordial definir los orígenes de las denominadas “*políticas no convencionales*” adoptadas en los últimos años por los bancos centrales de las economías avanzadas, así como identificar los objetivos, mecanismos de implantación y resultados más relevantes de las mismas. Se utiliza como instrumento analítico el balance de los bancos centrales.

Bajo este mismo esquema, en el artículo se tratan las siguientes interrogantes: ¿Hicieron uso de todas las herramientas de política disponibles los bancos centrales de Latinoamérica para responder a la crisis? ¿Cuál camino tomaron los bancos centrales de CARD? Se destaca también un resultado perverso de estas acciones de inyección de liquidez a nivel mundial y que es poco discutido hasta el momento.

En la siguiente sección se explica brevemente la importancia del balance de los bancos centrales, cómo y porqué éstas entidades en las economías avanzadas pusieron en práctica una gama importante de instrumentos “*no convencionales*” de política, identificando algunos marcos de clasificación y resumiendo los principales resultados de tales acciones. En el apartado tercero y cuarto, se desarrolla el análisis para economías seleccionadas del sur del continente americano y las de la región CARD, en su orden; Finalmente, se ofrecen algunas consideraciones conclusivas, en las que se arguye que si bien, desde la perspectiva de lo “*no convencional*”, se podría hacer política monetaria contracíclica en la región CARD, muy probablemente tendría un alto precio en la forma de inflación futura, ya que en términos de credibilidad institucional lamentablemente todo indica que la del Norte no es la misma que la del Sur.

### 1. El marco de referencia: importancia del balance del banco central, la crisis financiera internacional y la reacción de los bancos centrales.

Enfrentados con las consecuencias de la crisis financiera internacional, los bancos centrales de las economías avanzadas realizaron una intervención agresiva en los mercados para contrarrestar los riesgos de liquidez y el malfuncionamiento de los sistemas financieros. La intervención se dio en tres áreas principales: reduciendo las tasas de interés de política monetaria virtualmente a cero (el límite inferior); proveyendo montos considerables de liquidez al sistema financiero; y, facilitando el acceso al crédito a las empresas. Al implementar las dos últimas áreas, esos bancos centrales adoptaron como medida “*no convencional*” de política la compra de un amplio rango de activos financieros, en un nivel sin precedentes<sup>2</sup>. Como resultado, el balance de estos bancos centrales se ha expandido y modificado significativamente, en especial después del colapso de Lehman Brothers en septiembre de 2008.

¿Por qué interesa el balance de un banco central?<sup>3</sup> Antes de discutir la respuesta es necesario indicar que la interpretación del balance de los bancos centrales es más compleja que los de una empresa, ya que los objetivos del primero son sociales y no maximizar utilidades. Por ejemplo, en los balances de los bancos centrales se revela mucho

<sup>1</sup> Subsecretario de la SECMCA. Este documento se ha valido de los comentarios y opiniones de colegas de la SECMCA, pero las falencias y errores que subyacen son de responsabilidad exclusiva del autor y no representan ni comprometen la posición oficial de la institución ni los Bancos Centrales miembros.

<sup>2</sup> Shiratsuka (2010).

<sup>3</sup> Para una discusión más detallada puede consultarse Bagehot (1873), Filardo y Yetman (2011), Hawkins (2003), Tucker (2004), Sims (2008), Restrepo, Salomó y Valdés (2008), y, Bagus and Howden (2009), entre otros.



del entorno institucional en el que se desarrolla la política monetaria y cambiaria, pero directamente dicen muy poco sobre el desempeño para lograr esos objetivos sociales. Dicho esto, es pertinente recalcar que el balance es el medio que tiene un banco central para alcanzar sus objetivos sociales y, como para cualquier empresa, representa los recursos financieros que tiene disponibles para ello. Además, en el balance se presenta la facultad única de los bancos centrales para emitir billetes y monedas, con lo que respalda la naturaleza especial -dentro del entramado gubernamental- de ser el prestamista de última instancia del sistema bancario.

Adicionalmente, el tamaño y la estructura del balance del banco central puede brindar información valiosa sobre los riesgos asumidos al ejercer sus políticas, en especial al evaluar las consecuencias de las mismas, toda vez que el tamaño del balance puede significar desequilibrios potenciales en la macroeconomía y el sistema financiero, principalmente, por que éste es la contraparte natural en el balance de los bancos centrales y porque el tamaño de este último se relaciona con los riesgos de inflación y, tal como se reconoce ahora, con la estabilidad financiera. Incluso, el tamaño y composición del balance del banco central tiene importantes implicaciones fiscales, ya que en muchos casos, una vez que el banco central agota sus activos (es decir, son menores que sus pasivos) debe endeudarse (emitiendo sus propios valores o captando depósitos remunerados) para llevar a cabo sus tareas<sup>4</sup>. Así, la ejecución de las políticas de un banco central se refleja en el tamaño y composición del balance, su estado de resultado y su capital.

Finalmente, debe recordarse que el dinero emitido por un banco central solo será aceptado por la sociedad si esta considera que posee la **calidad** necesaria para cumplir como medio de cambio, unidad de cuenta y reserva de valor o poder de compra. De hecho, para determinar la calidad del dinero, no solo importa la cantidad emitida (el tamaño del balance), sino la calidad de los activos que lo respaldan (la composición del balance del banco central). Es decir, es posible que el total de activos no cambie pero sí su conformación, mejorando o empeorando la calidad del dinero emitido, y esto es así porque, al implantar políticas de expansión o cambio de composición de su balance, los bancos centrales están modificando su perfil de riesgo financiero, lo que puede impactar fuertemente su posición patrimonial a futuro, incidiendo en la percepción de autonomía operacional y credibilidad. Si estos elementos de deterioran, la sociedad reemplazará total o parcialmente “el dinero malo”, por otro activo considerado “dinero bueno”.

En este punto es necesario decir que, bajo circunstancias extremas cuando las demás herramientas de política monetaria y cambiaria no están logrando su objetivo, el uso del tamaño y composición del balance del banco central se vuelve una herramienta temporal para enfrentar caídas en la producción y el empleo, o combatir una crisis financiera.

Como se verá más adelante, de acuerdo con mucho académicos y estudiosos del tema, esas condiciones extremas se presentaron para las economías avanzadas en dos formas: primero, el instrumento de política monetaria por excelencia -la tasa de interés de corto plazo- alcanzó el límite mínimo posible (cero o muy cercano a cero) cuando se necesitaba un mayor estímulo monetario y respaldo de liquidez; y, segundo, los mercados financieros y monetarios estaban a punto de paralizarse por los problemas de credibilidad, incertidumbre, asimetrías de información y toda una serie de fricciones que se exacerbaban por la caída de Lehman Brothers, lo que a su vez rompió con los canales de transmisión de la política monetaria<sup>5</sup>. A juicio de sus propias autoridades, estos elementos fueron lo que justificaron el uso “no convencional” de cambiar el tamaño (QE, Quantitative Easing) y la composición (CE, Credit Easing) del balance de los bancos centrales mas grandes del mundo, como en la Reserva Federal de EUA (FED), el Banco Central Europeo (ECB) y el Banco de Inglaterra (BOE).

<sup>4</sup> Existe un fuerte debate sobre si las denominadas pérdidas cuasi-fiscales de los bancos centrales deben ser o no incluidas en el presupuesto general de los gobiernos. Esa discusión no se aborda en esa ocasión.

<sup>5</sup> Hannoun (2010), lo señala así: el mecanismo de transmisión de la política monetaria que impulsa la economía se encuentra roto si el premio por riesgo es tan grande que domina cualquier señal que transmita la tasa de política monetaria.



En ese contexto, ¿Cómo se espera que actúen los cambios en el balance de los bancos centrales en la economía? Existen varios canales de transmisión por los que las modificaciones del tamaño y composición de los balances de los bancos centrales pueden afectar el comportamiento de los mercados y la actividad real. Observar un balance condensado y genérico puede ayudar a identificar y aclarar el funcionamiento de estos canales (Cuadro 1). Cualquier variación en el activo tiene su contraparte en el mismo activo o en el pasivo. Para comprar un activo el banco central debe reducir otro activo o aumentar sus pasivos. Al disminuir un pasivo, el banco central debe corresponder con el incremento de otro pasivo o la reducción de uno de sus activos.

Cuadro 1.

## Balance Resumido de un Banco Central

Activo	Pasivo
Activos Externos	Base Monetaria
Activos Domésticos	<i>Circulante</i>
Valores del Gobierno	<i>Reservas bancarias</i>
Otros Valores	Pasivos no Monetarios
	<i>Pasivos Externos</i>
	<i>Depósitos no bancarios</i>
	Capital y Reservas

Desde el punto de vista teórico, muchos autores enfatizan que las políticas de balance de los bancos centrales solo tienen efecto cuando los mercados financieros están suficientemente fragmentados o paralizados, e incluso en esas circunstancias no es obvio que las políticas de QE o CE resulten en mejoras en el bienestar general de la sociedad, pues está condicionado a los mercados e instrumentos financieros que se intervengan<sup>6</sup>.

Algunos canales operan mediante el aumento de los activos, otros por el cambio en la composición de los activos o pasivos. Meaning y Zhu (2010) plantean que la compra de activos por el banco central puede afectar la economía real mediante: a) un canal de balance de portafolios; la compra de ciertos valores públicos o privados modifican su precio y rendimiento, liquidez y percepción de riesgo<sup>7</sup>, y así se induce a los agentes a comprarlos o mantenerlos, e indirectamente afectan los precios de otros activos, acciones e incluso en el mercado inmobiliario; b) un canal de señal o expectativas; el banco central comunica al mercado su compromiso con el estímulo monetario al realizar compras de activos, esto puede modificar hacia la baja el nivel de tasas de interés de corto plazo esperado en el futuro y los rendimientos de plazos mas largos, reduciendo la incertidumbre y el riesgo, y aumentando la confianza sobre el precio de los activos; y c) en el canal tradicional de la tasa de interés, si los precios y los salarios no se ajustan rápidamente, al reducir la tasa de rendimiento de los activos financieros de largo plazo y consecuentemente la tasas de interés real, las familias y las empresas tienen un incentivo para aumentar sus gastos, lo que eventualmente podría comprometer en el mediano plazo la meta de inflación.<sup>8</sup>

Shiratsuka (2010), por su parte indica que, en un ambiente en que la tasa de interés de política está en su límite inferior, los cambios en el activo del banco central trabajan como un sustituto de la intermediación financiera privada; mientras que los cambios en el lado del pasivo, en especial al expandirse las reservas bancarias, funcionan para brindar liquidez y aminorar ese riesgo en el mercado de dinero<sup>9</sup> en el corto plazo, pero puede socavar la estabilidad de precios en el mediano plazo. Recalca que si el banco central decide emitir pasivos a largo plazo, podría provocar un desplazamiento de recursos (*crowding out*) que de otra forma iría a financiar al sector privado.

Curdiá y Woodford (2010), hacen la distinción entre una QE general y la compra focalizada de activos por un banco central, pues arguyen que mientras la primera puede ser inefectiva para reactivar la economía, la segunda puede ser efectiva si los mercados financieros están suficientemente fraccionados o paralizados. Asimismo, señalan que las QE y

<sup>6</sup> Véase por ejemplo Curdiá y Woodford (2010).

<sup>7</sup> Joyce, Lasaosa, et al (2011), de forma similar, identifican tres canales por los que una QE afectan los precios de los activos: los anuncios de política, el balance de portafolio y el premio por riesgo de liquidez.

<sup>8</sup> León y Quispe (2010), hacen un recuento de estos efectos y su aplicación en el caso peruano.

<sup>9</sup> García-Cicco (2010) desarrolló un modelo que explica como el canal de liquidez puede tener un importante efecto expansivo, pero condicionado a la percepción de cual será el comportamiento de la tasa de interés en el futuro, poniendo de manifiesto la importancia de la credibilidad que el público tenga en los anuncios del banco central.



CE no son sustitutas del uso de la tasa de interés como instrumento de política y que compras de activos ilíquidos mejoran el bienestar, solo si la tasa de interés ya alcanzó su límite inferior de cero.<sup>10</sup>

En suma, como lo señalan Borio y Disayat (2009), el principal canal mediante el cual las políticas de balance de banco central afectan la actividad económica es alterando el balance de las empresas y las familias, y modificando las expectativas que estos tienen. Sin embargo, no está demás recordar que en muchas ocasiones se ha usado la expansión del balance del banco central para financiar el gasto público, lo que con demasiada frecuencia resultó en altas inflaciones. Esto remarca el hecho que la expansión del balance del banco central no es inagotable, y que para evitar efectos indeseables debe estar restringida a niveles sostenibles en el mediano y largo plazo, aun cuando se justifique esa expansión temporal para absorber choques a abaten la economía.

**¿Pueden agruparse de alguna forma analítica las políticas de balance de los bancos centrales?** Se han presentado varias clasificaciones para analizar estas medidas, pero no hay consenso al respecto. Por supuesto, la primera es la que ya se mencionó acá, aquellas que aumentan el tamaño del balance (QE) o su composición (CE), y aunque es la clasificación más común su uso no es uniforme. Algunos autores han propuesto dividirlos en función de su objetivo final, es decir, si buscan estabilidad macroeconómica o estabilidad financiera. Algunos procurado la clasificación conforme los canales de transmisión de las medidas, por ejemplo, favoreciendo la liquidez en moneda nacional o extranjera, o mediante que tipo de tasas de interés, de corto o largo plazo, se implementa la política. Otros han propuesto dividirlos en relación con otros instrumentos: políticas cambiarias, crediticias, gestión de deuda y de encajes. También hay quienes proponen criterios mas generales de clasificación con base en la forma como estas políticas de balance alteran los balances del sector privado y el tipo de mercado en que se focalizan las medidas. Sin entrar en más consideraciones, se usará en el resto del documento simplemente la división entre medidas de expansión (QE) o de cambio en la composición (CE) del balance.<sup>11</sup>

**¿Son realmente “no convencionales” este tipo de medidas usando el balance del banco central como instrumento de política?** La respuesta corta es no lo son. Antes de la crisis, principalmente durante “la gran moderación” cuando los sistemas financieros se mantuvieron muy estables en las economías avanzadas, las medidas para sostener la estabilidad financiera sistémica eran muy raras<sup>12</sup>. La forma más familiar de intervenciones usando el balance de los bancos centrales hoy en día es la intervención en el mercado cambiario o la política de acumulación de reservas internacionales.

Pero en el pasado reciente, también lo fueron las políticas de direccionamiento del crédito sectorial, los encajes diferenciados con topes de cartera o instrumentos de captación, el financiamiento al gobierno o al sector privado, y otras formas de intervención, sobre todo por bancos centrales de economías emergentes o en desarrollo. Debe señalarse también que la expansión de los balances de los bancos centrales ha estado presente casi en todas las crisis bancarias y financieras del mundo, como medida para paliar los efectos sistémicos de las crisis. Incluso, el Banco Central de Japón ya había instrumentado una política de QE entre 1999 y 2006, y la misma FED había realizado una operación “twist” en 1960. Así que lo “no convencional” en la crisis actual han sido los bancos centrales que implantaron estas políticas, los activos o mercados específicos que se intervinieron y, sin discusión alguna, el tamaño de la intervención realizada.

**¿Cuánto y cómo cambiaron los balances de los bancos centrales? ¿Cuáles objetivos se perseguían? ¿Se alcanzaron esos objetivos?** A febrero de 2012 el balance de los bancos centrales alrededor del mundo alcanzó el nivel sin precedentes (US\$ 18 trillones<sup>13</sup> ó 26% del PIB nominal mundial de 2011, según datos del FMI). En las principales economías avanzadas<sup>14</sup>, el balance de los bancos centrales aumentó aceleradamente luego de la crisis de Lehman Brothers llegando a representar un poco más de 21% de su PIB (12% en diciembre 2007) y no hay señales de que

<sup>10</sup> Christiano (2011), concluye que el bienestar puede mejorarse si con la adopción de políticas no convencionales se evita que el público llegue a considerar que el sistema financiero es inviable y no puede ejercer sus funciones de intermediación.

<sup>11</sup> Borio y Disayat (2009); Stone, Fujita e Ishi (2011) ofrecen más elementos para la discusión.

<sup>12</sup> Algunas excepciones son las inyecciones de liquidez en las crisis por la quiebra de LTCM, el cambio del milenio (Y2K), los atentados de 9-11 en 2001 y la intervención del Banco de Japón.

<sup>13</sup> Trillón se usa acá para indicar un millón de millones.

<sup>14</sup> EUA, Zona del Euro, Inglaterra y Japón.

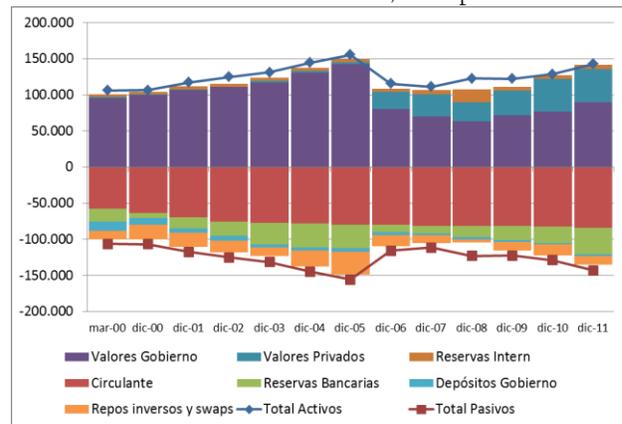


regresará a los niveles de pre-crisis. En realidad, los mercados esperan que los balances de esos bancos centrales se amplíen aún más producto de nuevas medidas para tratar de reactivar el crecimiento y apaciguar el estrés financiero. Adicionalmente, junto a la expansión ha habido un notable incremento en el periodo de maduración de los activos como se detalla mas adelante. En las economías emergentes más grandes, principalmente en Asia, la expansión del balance de los bancos centrales se debió principalmente a una masiva acumulación de reservas internacionales, y para este grupo el balance representa ahora alrededor de 40% del PIB.

## JAPÓN

En marzo de 2001, el Banco de Japón (BoJ) introdujo la política de QE para mantener la tasa interbancaria overnight en cero y con ello favorecer el crecimiento del crédito y salir de la deflación. Esto elevó el tamaño del balance de ¥100 trillones en dic2000 a ¥155 trillones en 2006 (de 18% a 30% del PIB). La política de QE se instrumentó en el lado del pasivo con en el incremento de la oferta de reservas bancarias (incluidos repos inversos y swaps) a niveles superiores a los demandados, y al mismo tiempo se anunció el condicionante para la salida de esa política: que la inflación subyacente fuera mayor que cero por tres meses consecutivos y se previera que se mantendría así en el horizonte de política. Un elemento complementario para sostener la política fue la compra de bonos del gobierno, pero sin la intención de modificar sus rendimientos de largo plazo<sup>15</sup>.

**Gráfico 1. Banco de Japón: Balance Condensado.**  
Saldos en Trillones de Yenes, fin de periodo



Fuente: Banco de Japón

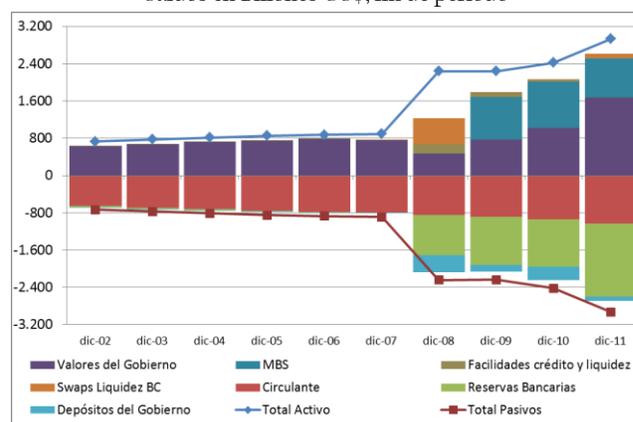
Una parte muy modesta de esta expansión se dio con activos no convencionales. Como se denota en el Gráfico 1 la QE finalizó en diciembre de 2006, y al cabo de un año el balance del BoJ se había reducido en un 25%.

Hacia finales de 2007 el BoJ inició la QE2, esta vez utilizando inicialmente la compra de activos emitidos por el sector corporativo privado en manos del sector bancario para inyectar liquidez y favorecer el crédito bancario, junto con una nueva reducción en su tasa de interés de política monetaria. En esta etapa, el BoJ ha continuado incrementando el tamaño de su balance a niveles muy cercanos al máximo histórico de 2006, pero con una composición muy distinta de sus activos, con la contraparte siempre en el tamaño de las reservas bancarias.

## Estados Unidos de América

Contrario al enfoque del BoJ, la FED incrementó su balance focalizando en el lado del activo. El proceso inició en el otoño de 2007 cuando compró y autorizó el uso de valores emitidos por el sector privado como garantía para proveer liquidez al sistema financiero en su ventanilla de descuento. Enfrentando un escenario de económico deteriorado y la confusión e incertidumbre paralizándolo, en dic/2008 la FED redujo su objetivo de tasa de interés al rango mínimo posible (0.0% a 0,25%), dejando su instrumento tradicional de política sin más espacio de acción. La FED respondió comprando enormes cantidades de activos de mediano y largo plazo, con la intención de reducir las tasas de interés para crédito. Simultáneamente, lanzó una serie de facilidades para aliviar tensiones en mercados e instituciones específicas.

**Gráfico 2. FED: Balance Condensado.**  
Saldos en Billones US\$, fin de periodo



Fuente: Banco de la Reserva Federal (FED).

<sup>15</sup> Ver mas detalles en Gagnon, Raskin, et al, (2011), Shiratsuka (2010) y Yamakoa y Syed (2010).



Para proveer mayor estímulo la FED también inició una política de comunicación explícita sobre sus intenciones de mantener las tasas de interés bajas en el futuro y con ello condicionar las expectativas de los mercados.<sup>16</sup>

La FED adquirió bajo los programas LSAP entre diciembre de 2008 y mediados de 2011 más de US\$1.8 trillones en activos (22% del total de esos activos en el mercado y un 12% del PIB de 2010 de EUA), incluyendo deuda de largo plazo de agencias federales, bonos del Tesoro de EUA y valores de renta fija con respaldo hipotecario (MBS) emitidos por agencias federales.

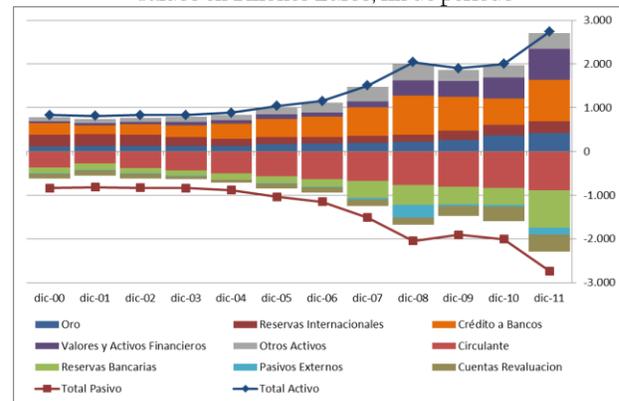
Adicionalmente, con las señales de recuperación económica debilitada por el deterioro fiscal en USA y Europa, en septiembre de 2011 anunció el MEP (u operación Twist, similar a la de 1960), que consiste en comprar bonos del Tesoro de EUA de largo plazo por US\$400 billones, vendiendo de forma simultánea bonos de plazos cortos por el mismo valor, es decir, manteniendo el tamaño del balance, pero modificando su composición, para reducir las tasas de interés de largo plazo. Usando los términos discutidos acá los programas LSAP, son parte de las QE y el MEP una CE.

### Zona del Euro

En tanto que la FED y el BoE implantaron abierta y aceleradamente la política de QE, el BCE lo hizo de forma mucho más cautelosa y lenta, cambiando la composición del balance moderadamente, utilizando instrumentos que ya poseía incluso antes del inicio de la crisis, denotando que en este sentido el BCE ya era más flexible que la FED en cuanto instrumentos de política monetaria se refiere, principalmente en los colaterales que exige para otorgar liquidez a los bancos. El BCE no había comprado valores de forma agresiva, sino hasta 2011, en cambio facilitó desde un inicio el acceso directo a crédito por liquidez en condiciones más favorables. Hasta el momento el BCE no ha ejercido la compra de valores de gobierno como lo hicieron la FED y el BOE.

Gráfico 3. BCE: Balance Condensado.

Saldos en Billones Euros, fin de periodo



Fuente: Banco Central Europeo.

Tampoco el BCE reconoce abiertamente la ejecución de una QE, sino más bien de un “*relajamiento cualitativo*” de su política monetaria. Sin embargo, entre diciembre de 2007 y diciembre de 2011, el balance pasó de 17% a 32% del PIB de los países de la Zona Euro.

### Inglaterra

En el Reino Unido, la política monetaria implantada por el BoE se basó también en el uso de instrumentos tradicionales como no convencionales. La tasa de interés de política monetaria se redujo de 5,0% en octubre de 2008 a 0,5% en marzo de 2009, en 5 recortes consecutivos, en su último recorte anunció que iniciaría la compra de activos financiados con el incremento de reservas bancarias. Con ello el BoE combinó también el uso de QE y CE<sup>17</sup>, principalmente en la expansión de su balance mediante la compra de valores públicos y privados. El programa de compra de activos inicial fue por £75 billones en marzo de 2009, el que luego se amplió y completó a £200 billones al cierre de febrero de 2010, pero a raíz del recrudecimiento de la crisis de deuda soberana europea, en octubre de 2011 el BoE decidió expandir a £275 billones la compra total de activos. Las compras de valores del Gobierno por el BoE alcanzaron a representar el 14% del PIB, y en total, comparado con 2007, el balance del banco central de Inglaterra aumentó tres veces como proporción del PIB.

<sup>16</sup> Existe enorme cantidad de literatura detallando este proceso y el uso de los programas LSAP I y II (Large-Scale Asset Purchases) y el MEP (Maturity Extension Programme, conocido también como operación Twist), como ejemplo puede verse en Gagnon, Raskin, et al, (2011), Christiano (2011), Meaning and Zhu (2011 y 2012), Bagus and Howden (2009).

<sup>17</sup> Joyce, Lasaosa, et al, (2011); Gagnon, Raskin, et al, (2011); Meaning and Zhu (2011).



## Grandes Economías Emergentes.

Como ya se mencionó, a diferencia de lo que han desarrollado los bancos centrales de las economías más grandes para evitar un colapso de sus sistemas financieros y favorecer el crecimiento, en la mayoría de las grandes economías emergentes el tamaño del balance de los bancos centrales aumentó (en especial en Asia) producto de una rápida acumulación de reservas internacionales, generada principalmente por la política deliberada de evitar, resistir o revertir la apreciación nominal de sus monedas nacionales. Estas acumulaciones se han financiado de forma muy diversa, y han incluido el uso de instrumentos de encaje, aumento de reservas bancarias y hasta la emisión de valores propios de los bancos centrales. Esta reacción ha sido la natural, habida cuenta la inmensa inyección de liquidez que a nivel mundial generó la acción de los principales bancos centrales, y es lo que provoca un efecto perverso poco discutido hasta el momento y se que abordará más adelante.

¿Cuáles fueron los efectos de estas intervenciones de los bancos centrales de las principales economías? Los efectos son muchos y variados. Desde el punto de vista macroeconómico, estas intervenciones han dejado claro que la política económica debe tener muchos objetivos, pero como contraparte se ha redescubierto que existen muchos instrumentos para alcanzarlos<sup>18</sup>, incluyendo política monetaria exótica, instrumentos fiscales y herramientas regulatorias y macro-prudenciales. Sin embargo, tomará mucho tiempo, discusión e investigación poner en claro cual instrumento alcanza mejor a determinado objetivo monetario, fiscal o financiero.

Mucha de la investigación empírica desarrollada hasta el momento se enfoca en medir los efectos de las intervenciones de los bancos centrales en sus respectivas economías, y casi ninguno en los efectos más generales en los mercados mundiales. Sin embargo, la literatura reciente sobre las economías emergentes y en desarrollo recoge, de forma deliberada o no, los impactos que los flujos de capital derivados de las inyecciones de liquidez están teniendo en el comportamiento de los bancos centrales, los mercados financieros y el crecimiento en esas economías.

En el mismo plano, es claro que juzgar el impacto macroeconómico de las políticas de QE y CE no es nada fácil, ya que los mecanismos de transmisión están sujetos a rezagos e influencias de otras acciones de política económica y eventos domésticos e internacionales. Es por ello que la medición de los efectos se centra de manera particular en las reacciones de los mercados e instrumentos financieros objetivos de la intervención.

Resultados empíricos señalan que, en general, las compras de valores del gobierno y privados (QE y CE), tanto por la FED como por el BoE y el BoJ, lograron reducir de forma permanente la oferta de los mismos y con ello, aumentar su precio de forma significativa (reducir su rendimiento)<sup>19</sup>. Estos resultados se deben al menor premio por riesgo y por plazo, así como de liquidez, y ello, debería provocar un impacto positivo en la economía real. También, los resultados indican que los anuncios y compras iniciales tuvieron mayor impacto que las subsecuentes, es decir, las intervenciones tienen rendimientos marginales decrecientes. Este último hecho ha levantado la discusión de si es pertinente y eficaz que los bancos centrales hagan nuevas intervenciones, sumado a los riesgos existentes de haberlas hecho, como por ejemplo, el de dar incentivos a los gobiernos a endeudarse más aprovechando las reducciones en los rendimientos de sus valores de largo plazo; o bien, intervenir demasiado en el papel de los mercados para revelar precios o poner en riesgo los objetivos de inflación en el mediano plazo, así como la credibilidad y autonomía de los bancos centrales<sup>20</sup>.

Alguna de la investigación realizada ha permitido evidenciar el “desacoplamiento” de la política de tasas de interés con las políticas de balance de los bancos centrales, es decir, que pueden funcionar y fijarse de manera independiente durante períodos suficientemente largos como para poder afectar variables reales. Sin embargo, aunque la inyección de liquidez parece haber logrado la estabilidad en algunos mercados y cierta influencia en las variables reales, las políticas de balance sólo se han usado de forma relativamente efectiva por algunos bancos centrales altamente creíbles

<sup>18</sup> Blanchard, Dell’Ariccia y Mauro (2010).

<sup>19</sup> Véase por ejemplo Joyce, Lasaosa, et al, (2011); Gagnon, Raskin, et al, (2011); Meaning and Zhu (2011 y 2012). Las reducciones en los rendimientos parecen haber alcanzado hasta 100pb en algunos casos específicos.

<sup>20</sup> Caruana (2011)



en un contexto de tasas de interés cercanas a cero, lo que sugiere que estas políticas no serían adecuadas para la mayoría de los bancos centrales del mundo.<sup>21</sup>

Pero existe un efecto perverso adicional en esta enorme inyección de liquidez proveniente de los bancos centrales de las principales economías. De una u otra forma esta liquidez está financiando los déficits públicos de sus respectivos países y ha significado la liberación de capitales que fluyen hacia el resto del mundo buscando rentabilidades mejores que en las economías desarrolladas donde las tasas de interés están y permanecerán en niveles reales negativos. Ese flujo de capitales es el que ha incitado a los bancos centrales a acumular reservas internacionales y les provoca mayores déficits cuasi-fiscales, pues las tasas de interés que deben pagar por los pasivos contraparte de esa acumulación son mayores que las obtenidas en la inversión de esas reservas internacionales.

Ante este problema, las salidas para los bancos centrales acumuladores son: financiar con aumentos de encaje legal, emitir más moneda nacional, o disminuir sus otros activos internos netos, y mientras algunas de esas salidas implican restricciones monetarias en un momento de frágil crecimiento económico, otras implican mayor emisión monetaria que compromete la inflación en el mediano plazo. En otras palabras, con este mecanismo indirecto los bancos centrales acumuladores de reservas internacionales están financiando los déficits públicos de algunas de las economías más grandes del planeta, cuando para muchos de esos bancos centrales sus propias leyes les prohíben o limitan la facultad para financiar los déficits de sus propios gobiernos. Sin duda, este elemento perverso pone de nuevo en el tapete de discusión la conveniencia de financiar o no a gobiernos deficitarios con emisión de dinero o reservas de sus propios bancos centrales, pero, deja abierta la pregunta si estos mismos bancos centrales ¿deben financiar a otros gobiernos como está ocurriendo?<sup>22</sup>

## 2. Hasta el momento, ningún Banco Central de Latinoamérica ha expandido su balance como en los países del hemisferio norte.

En la práctica, con las obvias diferencias institucionales y el tamaño relativo de sus economías, la mayoría de bancos centrales en América Latina implantaron inicialmente medidas para inyectar liquidez interna y externa en los sistemas financieros, con el objetivo de salvaguardar el funcionamiento de los mercados de crédito locales, incluso antes de recurrir a la reducción de tasas de interés. Posteriormente, es posible identificar en Latinoamérica (LA) la reducción de las tasas de interés de forma casi generalizada; el uso de los requerimientos de encaje de forma contracíclica en algunos de los bancos; y, la expansión de sus balances de forma selectiva en solo algunos de ellos. En la región también se observó la utilización de una serie de medidas como la ampliación de cobertura de garantías de crédito en programas públicos, la capitalización de la banca de desarrollo para llevar a cabo una mayor actividad crediticia, y la reducción directa de tasas de interés en la banca estatal, entre otras<sup>23</sup>.

Posiblemente, el hecho de que los bancos centrales no reaccionaran incrementando su hoja de balance más allá de lo que creció de forma nominal cada una de sus economías se deba a una combinación de varios factores, entre los que se pueden anotar: a) una notoria resistencia de las economías en general y de los sistemas financieros y bancarios en particular ante la crisis global; b) un bajo grado de exposición a los riesgos adoptados por la banca en el mundo desarrollado mediante el uso de complejos instrumentos financieros; c) el reconocimiento implícito o explícito, de que frente al tipo de choque externo enfrentado la mejor respuesta era de tipo fiscal; d) la restricción de enfrentar en muchos casos inflaciones relativamente altas y volátiles, lo que daba poco espacio para reducir tasas de interés al nivel de cero o expandir la liquidez sin riesgos de mayor inflación; e) la posibilidad de utilizar instrumentos “no convencionales” fuera del balance de los bancos centrales tales como políticas macroprudenciales de calce de monedas y plazos, mayor exigencia de provisiones por mora; y fortalecimiento de la supervisión y capitalización bancaria;<sup>24</sup> y, f) los espacios creados por la implementación de políticas macroeconómicas robustas durante los años previos al

<sup>21</sup> Algunas posiciones al respecto se pueden ver en Carrera (2012); Stone, Fujita e Ishi (2011); Granados (2012)

<sup>22</sup> Aunque algunos autores indican que la causalidad del problema es al contrario, y que son los países superavitarios acumuladores de reservas los que han provocado, al menos en parte, la debilidad económica en las economías desarrolladas. Un ejemplo es lo descrito por Gagnon (2012). En cambio Magnusson (2011) llega a la conclusión que esa sobre-acumulación en muchos bancos centrales es simplemente un “efecto manada” de hacer lo que hace el vecino.

<sup>23</sup> Fernández (2012) y Fuentes, Osorio, et al, (2010).

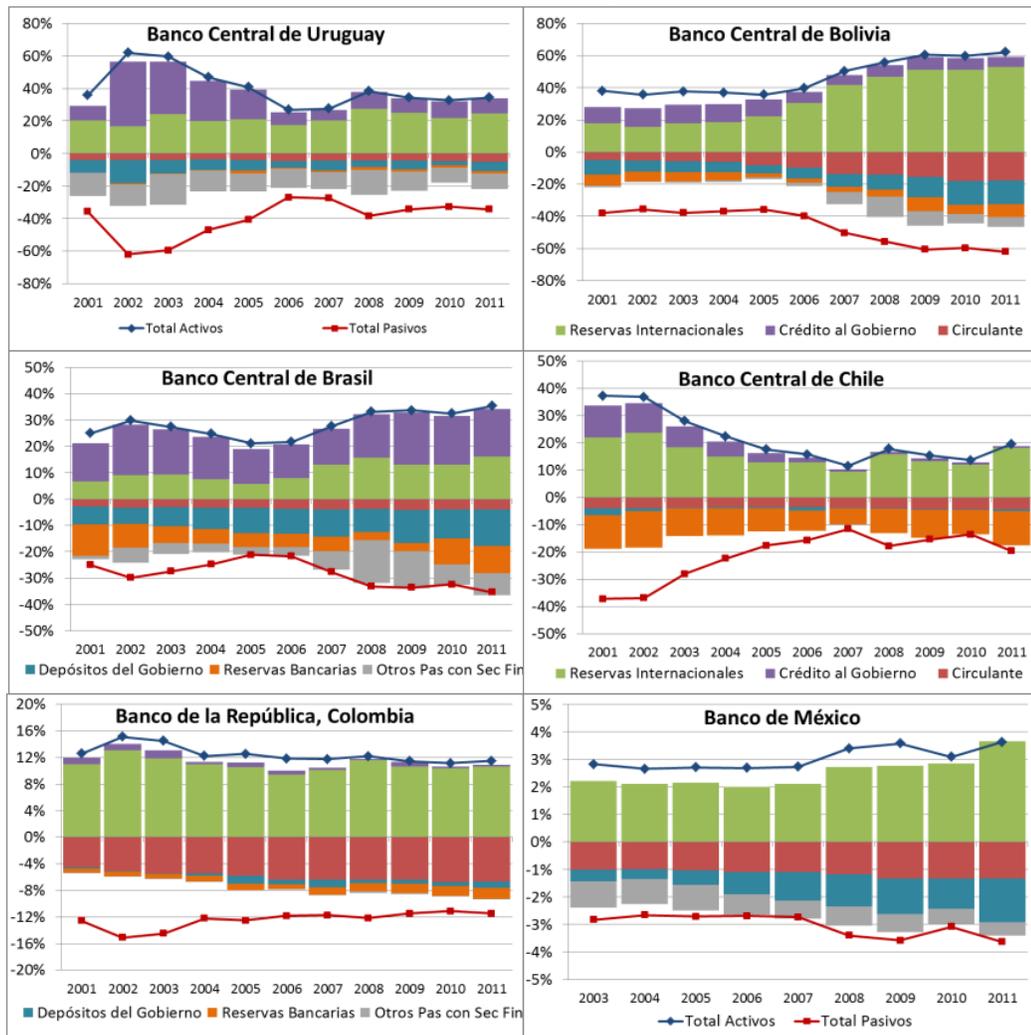
<sup>24</sup> Montoro y Rojas-Suarez (2012).



surgimiento de la crisis financiera global, tales como: acumulación de reservas internacionales, la flexibilidad cambiaria; y políticas fiscales austeras, entre otras<sup>25</sup>.

Como se aprecia en el Gráfico 4, las diferencias de comportamiento en el balance de los bancos centrales de LA son más marcadas que las similitudes. En el lado del activo se denota que ninguno de los bancos centrales adquirió activos no convencionales de forma relevante. Y acá paran las igualdades.

**Gráfico 4. Bancos Centrales Seleccionados de LA Balance Condensado.**  
Saldos como % del PIB, fin de periodo



Fuente: Elaboración propia con base en las Estadísticas Financieras Internacionales, FMI y datos del Banco Mundial.

A diferencia de lo que aconteció en Asia durante el lustro precedente a la crisis global cuando los bancos centrales acumularon reservas internacionales a una velocidad que superó el crecimiento del PIB nominal<sup>26</sup>, en la mayoría de los bancos centrales de LA se daba un proceso de reducción relativa del tamaño de su balance, y fue parcialmente

<sup>25</sup> Recuentos interesantes de estas posiciones iniciales y políticas que facilitaron amortiguar el impacto de la crisis en Latinoamérica se puede obtener en los informes: "El mundo de los senderos que se bifurcan" del BID, abril, 2012; y "Latinoamérica hace frente a la Volatilidad, el lado oscuro de la Globalización" del Banco Mundial, abril, 2012.

<sup>26</sup> Subbarao (2011).



revertido en 2008 y 2009, y que solo en el caso de Brasil y Bolivia continúan acrecentándose de forma gradual, pero por diferentes motivos. En el primero de los casos por su política de evitar la apreciación del real y en el segundo por la rápida desdolarización que se ha experimentado en esa economía, que se ha manifestado en un incremento de la demanda por circulante junto a la acumulación de reservas internacionales en poder del banco central. Un proceso similar ocurrió con el Banco Central de Reserva del Perú (no mostrado en el gráfico) que en el marco de su meta de inflación adoptó como política la acumulación de reservas internacionales en un ámbito de marcada desdolarización financiera<sup>27</sup>.

Por el lado del activo mientras que en México y Bolivia los bancos centrales siguieron acumulando activos internacionales en medio de la crisis, otros bancos centrales como los de Brasil, Uruguay y Chile utilizaron las reservas como elemento complementario de política cambiaria llegando a reducir el tamaño de sus balances con relación a su PIB. Por el lado del pasivo también se refleja la adopción de diferentes caminos: Chile y Brasil de forma importante y Bolivia y Colombia de forma moderada crearon liquidez con la emisión de reservas bancarias, en tanto que Uruguay no optó por ese camino. Algunos bancos, entre ellos el de Bolivia y México también usaron los depósitos del Gobierno para financiar el incremento de sus reservas internacionales.

### 3. ¿Hicieron expansión de sus balances los Bancos Centrales de CARD?

La respuesta es si y no. En su mayoría los bancos centrales de la región estaban, antes de la crisis internacional, inmersos en un proceso de reducción del tamaño de su balance con respecto al PIB iniciado entre 2003 ó 2004<sup>28</sup>, aunque las cuentas de todos ellos crecían nominalmente año con año. Este proceso es el mismo que se registra para muchos bancos centrales de Latinoamérica expuesto en la sección anterior. Como lo denotan los datos del Cuadro 2 en todos los casos, excepto para República Dominicana (RD), el total del activo de los bancos centrales como porcentaje del PIB era menor al finalizar 2011 que en 2003.

Sin embargo, al comparar los datos entre 2008 y 2009 (2009 y 2010 para el caso de Honduras (HN)), todos los bancos centrales de la región expandieron moderadamente su balance con relación al PIB, en parte como producto de sus medidas para paliar los efectos de la crisis internacional y en parte por la contracción del PIB real en 2009. Pero, acto seguido continuaron su proceso de reducción relativa de su balance como lo registran las cifras de 2010 y 2011. De nuevo, el norte no es igual que el sur.

Aunque la contracción relativa de los balances es clara, cabe señalar que entre 2000 y 2008 el saldo de las

reservas internacionales de los bancos centrales aumentó en promedio un 50%, algo notorio desde la perspectiva histórica, pero lejos del incremento de hasta seis veces observado en economías emergentes<sup>29</sup>. Esta es otra similitud relevante, pues todos los países han incrementado su balance de esta forma por el lado del activo.

Las similitudes de comportamiento entre los bancos centrales de CARD van más allá de este proceso de contracción de largo plazo y ampliación temporal de sus balances en el período de la crisis financiera internacional. De hecho, las medidas adoptadas por ellos abarcaron tanto la reducción de sus tasas de política monetaria, las provisiones de liquidez internacional y doméstica, así como medidas macro-prudenciales coordinadas con los supervisores; pero, en ningún caso implicó la compra masiva de valores públicos o privados, habida cuenta que ninguno de los sistemas financieros de la región sufrieron estrés excesivo durante ni después de la crisis financiera. El único banco que adoptó una combinación clara de QE y CE fue el BCH con la inyección de US\$530 millones mediante un fideicomiso para

**Cuadro 2. CARD: Activos Totales del Banco Central**  
Saldos como % del PIB, fin de periodo

	CR	ES	GT	HN	NI	RD
2003	13,4%	22,6%	24,3%	30,4%	93,2%	20,9%
2004	13,0%	21,0%	25,2%	34,5%	85,8%	20,1%
2007	16,9%	17,3%	21,7%	29,3%	69,7%	25,8%
2008	15,0%	17,7%	20,5%	26,2%	61,7%	25,0%
2009	15,2%	20,4%	21,9%	26,9%	70,7%	25,8%
2010	13,8%	19,2%	21,5%	31,3%	67,9%	25,7%
2011	13,2%	16,2%	19,9%	29,2%	62,0%	24,0%

Fuente: Cálculos propios con base en datos de EFI (FMI) y SECMCA.

<sup>27</sup> Rossini, Et al, (2011).

<sup>28</sup> En el caso de la RD, se inicia ese proceso en 2005, una vez superados los efectos de la crisis financiera doméstica desatada en 2003 por el caso Baninter.

<sup>29</sup> Magnusson (2011)



crédito dirigido. Véase el *Anexo 1* que resume medidas distintas a reducción de tasas de política adoptadas entre 2008 y 2009 por los bancos centrales.

Sin embargo, los regímenes monetarios y cambiarios de los países CARD dan cuenta de notables diferencias en la forma que se están contrayendo los balances de los bancos centrales con respecto al PIB, así como la forma en que se expandieron de forma temporal en el periodo de la crisis. Estas diferencias abarcan la forma en como se financió la aumento del activo de los balances (acumulación de reservas internacionales), y aunque es difícil generalizar al menos se puede decir que dos factores marcan estas diferencias por el lado del pasivo: la preferencia histórica de cada país en ciertas herramientas de política y los costos de las opciones disponibles.

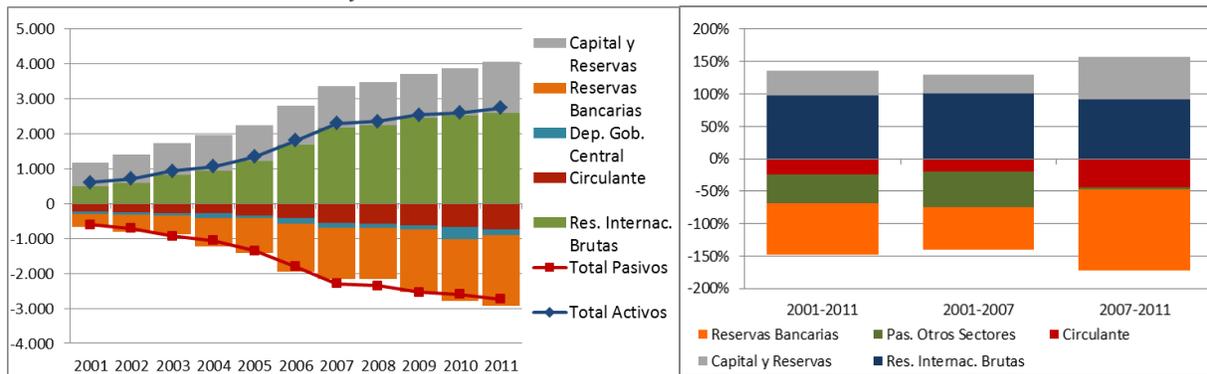
### *Banco Central de Costa Rica*

Aunque en términos del PIB su balance es uno de los más estables entre la región CARD, al medirlo en su moneda nacional triplicó su valor entre 2001 y 2011. Resalta que dicha expansión en el lado del activo se centró casi 100% en la acumulación de activos internacionales, financiados con la emisión de reservas bancarias, circulante y pasivos con otros sectores económicos. Destacan las pérdidas acumuladas reflejadas en un capital negativo. Sobresale también como en el periodo de la crisis (2007-2011) la acumulación de reservas internacionales se volvió más lenta y se amplió el uso de reservas bancarias para respaldar el acceso a liquidez, no obstante, las pérdidas representaron un 50% del aumento de los activos del banco central. Este cambio notorio en la forma de financiar la expansión del activo, guarda relación con las acciones del banco para proveer de liquidez doméstica al sistema bancario, pero además parece ser un rasgo característico de los países que en el sur del continente siguen un régimen de metas de inflación (Colombia, Chile y Brasil, Gráfico 4), y al que el BCCR se está plegando gradualmente. Es relevante señalar como impactan las pérdidas cuasi-fiscales en la post crisis.

**Gráfico 5. Banco Central de Costa Rica**

Izq. Saldos en Millardos de Colones, fin de periodo

Der. Flujos, como % del cambio del Activo Total entre los años señalados



Fuente: Elaboración propia con base en EFI (FMI) y datos de la SECMCA.

### *Banco Central de Reserva de El Salvador*

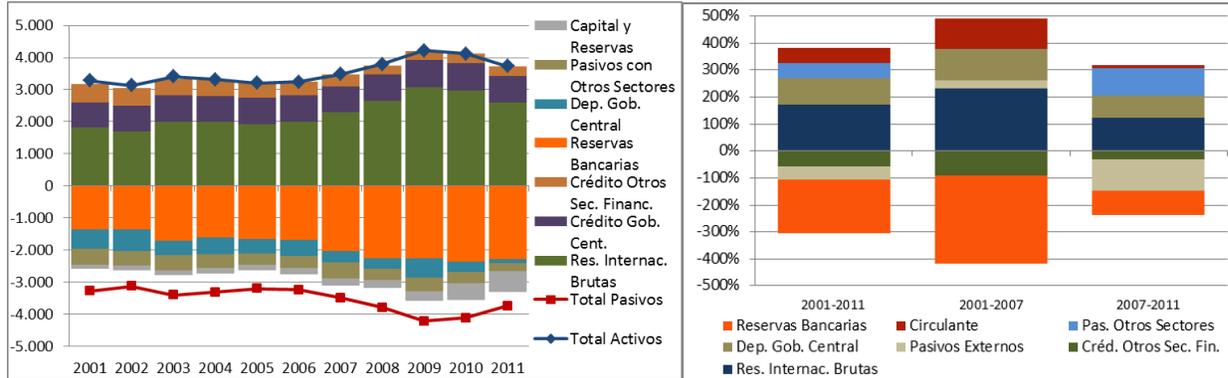
Dada la forma de financiar la acumulación de activos, este es el caso con menos rasgos comunes con el resto de CARD por la obvia razón de ser una economía dolarizada y un Banco Central sin política monetaria ni cambiaria. Sin embargo, a pesar de estas limitaciones el BCRES también aumentó el tamaño de su balance de forma temporal durante la crisis y para ello recurrió al financiamiento externo y muy ligeramente a la creación de reservas bancarias dada la imposibilidad práctica de emitir moneda. Estos mayores pasivos externos acumulados en el periodo de crisis y la ampliación de las reservas bancarias financiaron principalmente la compra de activos externos, la caída de depósitos del Gobierno en el BCRES, y la reducción de pasivos con otros sectores domésticos. De forma peculiar, es el único banco central de CARD que está reduciendo el tamaño nominal de su balance y a finales de 2011 estaba casi al mismo nivel que el de pre-crisis. Este hecho, es de por sí un fenómeno interesante de ahondar, dada la naturaleza del sistema bancario de ese país, ya que el casi el 95% de los activos bancarios son manejados por bancos extranjeros.



**Gráfico 6. Banco Central de Reserva de El Salvador**

Izq. Saldos en Millones de US\$, fin de periodo

Der. Flujos, como % del cambio del Activo Total entre los años señalados



Fuente: Elaboración propia con base en EFI (FMI) y datos de la SECMCA.

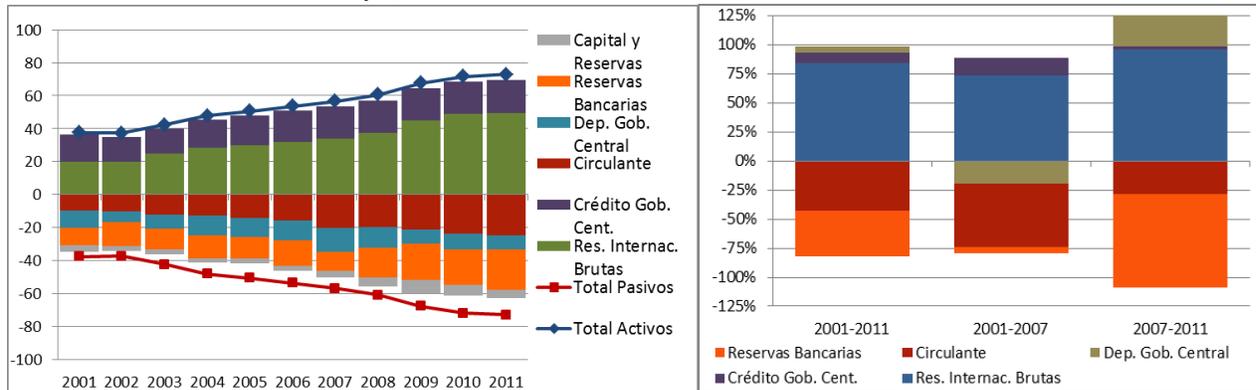
**Banco de Guatemala.**

Entre 2001 y 2011 el valor nominal de los activos del Banguat casi se ha duplicado y de forma muy consistente mediante la acumulación de reservas internacionales netas. Pero esta uniformidad tiene diferencias intertemporales muy notorias por el lado del pasivo. Mientras entre 2001 y 2007 la expansión de las reservas internacionales se financió mediante la emisión de quetzales y la acumulación de depósitos del Gobierno Central, en el periodo 2007-2011 estos depósitos se redujeron, la emisión contrajo su participación en el financiamiento de 50% a 25% y se expandió notoriamente las reservas bancarias con los fines ya apuntados de brindar la liquidez doméstica del sistema financiero.

**Gráfico 7. Banco de Guatemala**

Izq. Saldos en Millardos de Quetzales, fin de periodo

Der. Flujos, como % del cambio del Activo Total entre los años señalados



Fuente: Elaboración propia con base en EFI (FMI) y datos de la SECMCA.

**Banco Central de Honduras.**

El BCH triplicó el monto nominal de su balance en el período de referencia, usando en promedio el 57% de esa expansión en la acumulación de reservas internacionales, pero también en el otorgamiento de crédito bruto al Gobierno Central (30% del total)<sup>30</sup> y la creación de un fideicomiso para otorgar crédito dirigido a sectores productivos a raíz de la crisis financiera internacional (Ver anexo 1); todo ello tuvo como contraparte emisión de Lempiras y de reservas bancarias, en promedio en proporción 1 a 3. Es notable como en el periodo 2007-2011, el activo

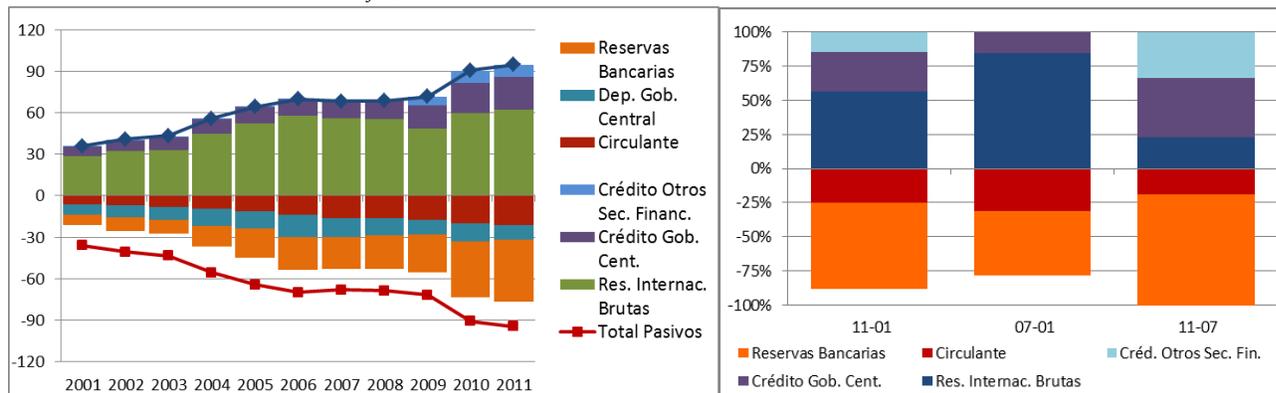
<sup>30</sup> Se debe al mandato legal que establece que las pérdidas cuasi-fiscales del BCH se reconocerán por el Gobierno Central mediante la emisión de bonos largo plazo que se registran en el activo del BCH.



se incrementa por la flexibilización crediticia (CE) instrumentada con el citado fideicomiso, las mayores pérdidas cuasi-fiscales transformadas en crédito al gobierno y solo una cuarta parte en acumulación de reservas internacionales, ya que en el esquema cambiario de Honduras, con un tipo de cambio fijo en la mayor parte de ese periodo, fueron las reservas las que afrontaron el ajuste externo. Como en casi todos los países de CARD, en el periodo 2007-2011 la mayor parte de la contraparte en el pasivo es la creación de reservas bancarias.

**Gráfico 8. Banco Central de Honduras**

Izq. Saldos en Millardos de Lempiras, fin de periodo  
Der. Flujos, como % del cambio del Activo Total entre los años señalados



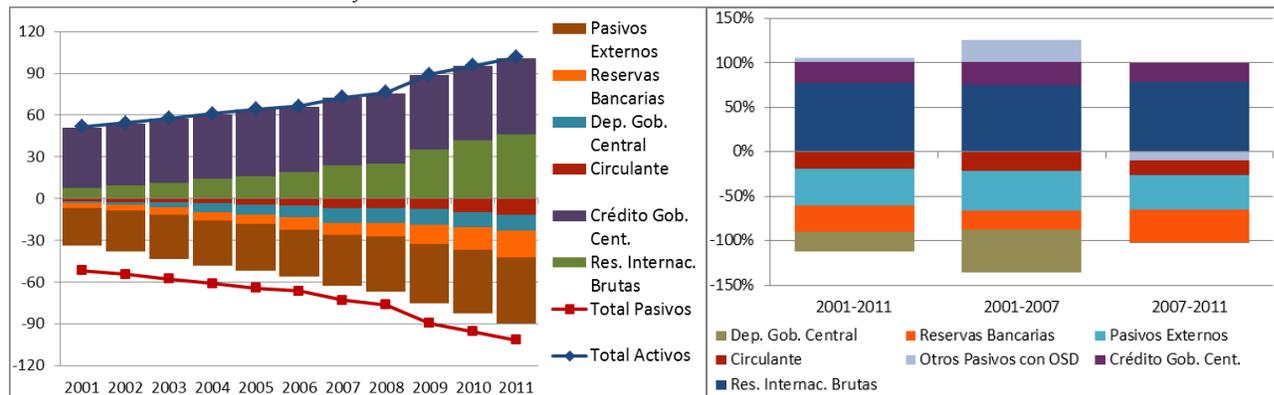
Fuente: Elaboración propia con base en EFI (FMI) y datos de la SECMCA.

### *Banco Central de Nicaragua*

Entre 2001 y 2011 el BCN ni siquiera llegó a duplicar su balance en términos nominales, y es por mucho el emisor que más redujo la importancia de su balance como porcentaje del PIB entre los de la región CARD, posiblemente derivado de su alta dolarización financiera y su compromiso cambiario de depreciaciones prefijadas, inalterado durante todo ese periodo. Sin embargo, destaca que mantiene el aumento de su balance con un porcentaje casi fijo mediante la acumulación de reservas internacionales y crédito al Gobierno Central. Por el lado del pasivo, su estrategia es bastante similar en todo el periodo: acumulación de pasivos externos, emisión poco importante de circulante e incremento de reservas bancarias. La diferencia notoria entre los periodos analizados es que, en el último, la acumulación de depósitos del Gobierno Central dejó de ser fuente de financiamiento y los otros pasivos con el sistema bancario, pasaron de una reducción a un aumento como contraparte de la expansión del activo.

**Gráfico 9. Banco Central de Nicaragua**

Izq. Saldos en Millardos de Córdoba, fin de periodo  
Der. Flujos, como % del cambio del Activo Total entre los años señalados



Fuente: Elaboración propia con base en EFI (FMI) y datos de la SECMCA.



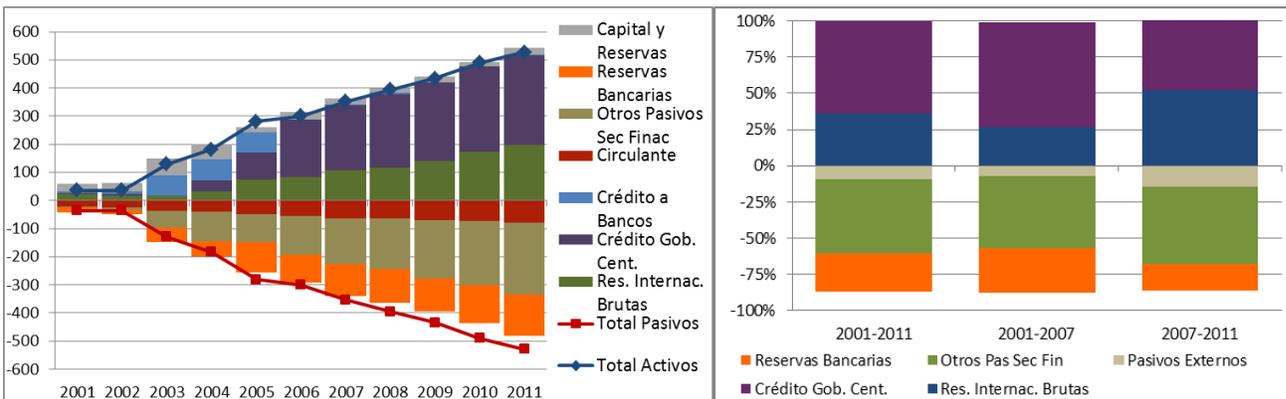
### *Banco Central de República Dominicana.*

El balance del BCRD se multiplicó por nueve en el periodo analizado, pero está dominado por la intervención que realizó el banco de cara a la crisis financiera acontecida en 2003 y cuyos efectos se mantuvieron hasta 2005 y ahora se refleja como crédito al Gobierno Central y que domina por mucho la ampliación del activo del balance. Tradicionalmente, la flexibilidad cambiaria en RD le ha permitido a su banco central niveles relativamente bajos de reservas internacionales, pero entre 2007 y 2011 su acumulación ha contado el 50% de la expansión total del balance. Empero las acciones tomadas por el BCRD de cara a la crisis financiera internacional, no se observa que las reservas bancarias hayan sido creadas como contraparte mas relevante de la acumulación de reservas, y ha sido mas bien la emisión de pasivos no monetarios con el sector financiero y una moderada acumulación de pasivos externos lo que ha ganado peso en los pasivos del balance.

**Gráfico 10. Banco Central de República Dominicana**

Izq. Saldos en Millardos de Pesos, fin de periodo

Der. Flujos, como % del cambio del Activo Total entre los años señalados



Fuente: Elaboración propia con base en EFI (FMI) y datos de la SECMCA.

### Síntesis región CARD

Como se ha podido constatar en esta sección, excepto en el caso del BCRES, todos los bancos de CARD ampliaron en términos nominales su balance entre 2001 y 2011, pero esto no es cierto en términos relativos al PIB. Todos han acumulado reservas internacionales netas en el periodo, y en la mayoría es la parte más importante por el lado del activo en la expansión nominal del balance. En el periodo de crisis 2007-2011, CR, GT y HN financiaron el aumento de su balance principalmente con la creación de reservas bancarias, usando modificaciones de encaje o reduciendo el dinamismo de sus operaciones de mercado abierto. En tanto que ES, NI y RD usaron otras opciones como forma preponderante de financiamiento: pasivos externos, pasivos internos no monetarios (operaciones de mercado abierto). En algunos casos la reducción de depósitos del Gobierno y la emisión de circulante fueron fuentes relevantes para la expansión del balance. Notoriamente, el único banco central de CARD que implantó una CE fue el de Honduras.

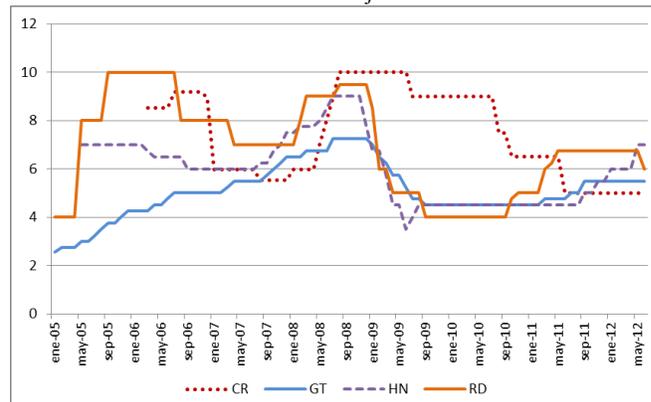
### 4. A manera de conclusión, hoy día en CARD hay espacio para política monetaria contracíclica, pero a un alto precio!

Además del mandato de velar proteger el valor de sus monedas, legalmente y en distinto grado de responsabilidad, los bancos centrales del CMCA tienen la obligación de velar por la estabilidad, normal funcionamiento y solvencia del sistema financiero. Este mandato implica que los bancos centrales, pueden y deben, intervenir el caso que los sistemas financieros enfrenten condiciones de inestabilidad y estrés. En adición, implícita o explícitamente, con mayor o menor medida, los cuerpos colegiados que gobiernan el quehacer de los bancos centrales en CARD, mantienen dentro de sus objetivos de política el crecimiento económico y el empleo. Estos elementos son claramente relevantes a la hora de decidir las acciones a tomar en caso de la profundización de la crisis de deuda soberana de Europa o una caída abrupta del crecimiento en China y otras grandes economías emergentes.



Como se observa en el Gráfico 1 y se deduce del análisis del balance de los bancos centrales de CARD, en general la política monetaria tiene espacio para actuar, en caso de una profundización de la crisis, con un sesgo expansivo, ya sea usando los instrumentos tradicionales de tasas de interés, tipos de cambio y encaje, o embarcándose en expansiones más concretas mediante QE o CE, con las limitaciones que cada jurisdicción impone. Sin embargo, adoptar políticas que pueden no estar alineadas con el objetivo de mantener la inflación en niveles bajos y estables, pueden conllevar a un conflicto de intereses para los bancos centrales, ya que, un solo instrumento (tasa de interés o tipo de cambio) suele ser insuficiente para alcanzar dos objetivos a la vez.

Gráfico II. Tasa de Política Monetaria CA3-RD  
Porcentajes



<http://www.secmca.org/simafir.html>

Esto implica que los dos objetivos: estabilidad de precios y estabilidad financiera deben procurarse con al menos dos instrumentos, los que pueden variar dependiendo del marco institucional de cada país y de la causa de las fragilidades financieras<sup>31</sup>. La respuesta obvia sería que el banco central *debe* involucrarse como hacedor de políticas macroprudenciales, y aunque es un hecho que muchos bancos centrales lo están haciendo, esto es objeto de intenso debate.

Los beneficios de una intervención dramática de los bancos centrales en la recuperación de las economías o la protección de los sistemas financieros son fáciles de justificar políticamente hablando, pero más difíciles de medir y de explicitar los beneficiarios últimos de esas intervenciones. Adicionalmente, pocas veces se explicitan los riesgos y costos de esas intervenciones. Y mucho menos se logra entender y medir los efectos redistributivos de esas medidas.

Así, al imaginar la necesidad de que los bancos centrales en CARD adopten medidas que apuntalen el crecimiento económico o protejan de una crisis al sistema financiero, de inmediato el público asocia estas medidas con un nivel de inflación más alto en el futuro. Al mismo tiempo, se anticipa cual será el mecanismo automático para recuperar el poder de compra: indexación salarial. Con ello se provoca un incremento en la volatilidad de las expectativas inflacionarias, las tasas de interés y los tipos de cambio, con lo que las ganancias de impulsar el crecimiento aceptando mayor inflación se verán, al menos, reducidas. La experiencia internacional reciente denota que, sólo en un contexto de alta credibilidad antinflacionaria, independencia y autonomía de las autoridades monetarias se puede asegurar una flexibilidad, al menos transitoria, para brindar temporalmente un apoyo al crecimiento o el ordenamiento de los mercados financieros, sin comprometer de forma importante la meta inflacionaria, la calidad de su propia moneda o su misma autonomía e independencia.

La calidad de los activos de un banco central reflejan la calidad de su moneda, ya que esos activos tienen riesgos de crédito, liquidez y de mercado. Tampoco puede soslayarse el hecho que las intervenciones de los bancos centrales generan distorsiones de precios de los activos o en los mercados intervenidos, incrementan los riesgos morales y las expectativas de más y mayores intervenciones. Basta recordar que un conflicto de intereses claro que puede surgir es que si el Banco Central interviene en el mercado de bonos del Gobierno, este puede verse incentivado a incurrir en mayor endeudamiento para aprovechar las bajas tasas de interés, y esto convertirse en un conflicto cuando el banco decida ya no intervenir ese mercado. Otro ejemplo claro es lo que ha acontecido en CARD con la acumulación de reservas internacionales, ésta se ha financiado con la emisión de reservas bancarias o de pasivos del banco central (valores para operaciones de mercado abierto de esterilización), lo que a cambio reduce en el corto plazo los recursos prestables disponibles en el sistema financiero y resulta en “activos holgazanes” en los balances del sector privado; y si no hay esterilización en una riesgo de expansión excesiva del crédito.

<sup>31</sup> Para una discusión más abundante de los costos de las intervenciones “no convencionales” de los bancos centrales puede consultarse entre otros: Hawkins (2003), Bagus and Howden (2009), Borio y Disayat (2009), Vergara (2010), De Gregorio (2010), Yamakoa y Syed (2010), Hannoun (2010), Caruana (2011), Stone, Fujita e Ishi (2011), Meaning and Zhu (2012), Hannoun (2010).



Además, existe el problema del momento y la velocidad de retiro de estos apoyos de los bancos centrales al crecimiento o la estabilidad financiera. En la experiencia de CARD, el único banco central que hizo hasta el momento una CE fue el de Honduras, y no se estableció la reversión de esta expansión y en apariencia el costo fue al menos dentro de su propio balance una importante pérdida reservas internacionales. Los costos de una salida tardía incluyen un incremento del riesgo moral en el futuro al pensar que el Banco Central debe apoyar en cualquier caso de riesgo, y el deterioro del balance del mismo Banco Central si ha adoptado políticas de relajación crediticia. Por otro lado, el costo de una salida anticipada es una recesión más profunda y la consecuente presión política. De hecho, los bancos centrales de la región que están regresando sus tasas de política monetaria a niveles “normales” están siendo objeto de duras críticas por estas acciones, a pesar de que las condiciones crediticias, inflacionarias y crecimiento se han ido restaurando en la región CARD.

La evidencia histórica resalta que el manejo y control del balance de los bancos centrales ha sido utilizado con anterioridad y que lo “*no convencional*” es en realidad y primordialmente el tamaño de la intervención realizada y los bancos que la hicieron, ya que el uso de las reservas bancarias (incluidos encajes diferenciados), variación en saldos de activos externos (intervenciones cambiarias) o el uso de instrumentos de crédito al sector público o privado (crédito dirigido o “compras” de activos bancarios) por los bancos centrales en economías emergentes y en desarrollo no es ninguna novedad. Por otro lado, es un hecho que hasta la fecha los bancos centrales latinoamericanos no han seguido los pasos de sus pares en las principales economías al dejar casi inalterado el tamaño de sus balances; sin embargo, en algunos casos se observan claras tendencias de cambio en la composición en los balances, tanto por modificaciones estructurales de sus economías, como por la adopción de políticas macro-prudenciales de cara al nivel y complejidad de su interrelación y exposición con el sistema financiero mundial.

El consenso de los 90's que los bancos centrales deben tener un único y bien definido objetivo (inflación baja y estable) está ahora bajo un nuevo e intenso debate, y por ello muchos bancos centrales alrededor del mundo están tratando de decidir si es conveniente, y de serlo cuál es la manera de implantar este tipo de medidas “*no convencionales*” como parte de sus instrumentos cotidianos de política monetaria o macro-prudencial. A lo anterior se agrega la discusión de si este tipo de políticas es aplicable y sostenible sólo por bancos centrales cuyas metas y políticas tienen un alto nivel de credibilidad del público. Sin embargo, lo cierto -entre tanta incertidumbre- es que los bancos centrales son vistos nuevamente como capaces de dar solución a todo problema económico y financiero, algo que es a todas luces imposible de lograr.

Con todo esto, los bancos centrales siguen necesitando de un marco de estrategia y política robusto, pero flexible, no en las metas, sino en el tiempo y los mecanismos para lograrlas, que sea apropiado en cualquier circunstancia económica y financiera, y lo más exento posible del vaivén de las olas de cambio de paradigmas sociales e ideológicos que con más frecuencia ocurren ahora en nuestras sociedades. Los beneficios, riesgos y costos de adoptar este nuevo paradigma para los bancos centrales posiblemente se conocerán totalmente en el largo plazo, mientras tanto la discusión sigue abierta.

En suma, los riesgos y costos de la expansión de los balances de los bancos centrales incluyen al menos: el riesgo de inflación; riesgos para la estabilidad financiera en función de los mercados intervenidos y la creación de incentivos perversos en el mercado de créditos; riesgos de distorsión de precios; riesgo de conflicto de intereses con los gestores de deuda pública; y los riesgos de credibilidad e independencia. Los riesgos son muchos, las aristas incontables, pero los bancos centrales tampoco pueden ser simples espectadores. Solo queda parafrasear a Hawkins (2003) quien nos recuerda que para mantener a los mercados financieros en calma y el rendimiento sobre los bonos soberanos en un nivel bajo, un banco central no solo *debe ser independiente*, debe además *parecer independiente* y, (más difícil aún), *esperarse que se mantenga independiente*. Y por último reconocer que los bancos centrales no son omnipotentes en ningún sentido.



## Referencias

1. Bagehot, Walter *Lombard Street: A Description of the Money Market*, 1873. E. Johnstone; Hartley Withers, eds
2. Bagus, Phillip y Howden, David. *The Federal Reserve and Eurosystem's Balance Sheet Policies during the Financial Crisis: A Comparative Analysis*. Romanian Economic and Business Review. Vol 4, No. 3. Fall 2009.
3. Blanchard, Olivier; Dell'Ariccia, Giovanni y Mauro, Paolo. *Rethinking Macroeconomic Policy*. IMF, Staff Position Note, Febrero, 2010.
4. Borio, Claudio y Disyatat, Piti. *Unconventional monetary policies: an appraisal*. BIS, Working Papers No. 292. Noviembre 2009.
5. Carrera, César. *Políticas de Encaje y Modelos Económicos*. Banco Central de Reserva de Perú. Serie Documentos de Trabajo, Febrero 2012.
6. Carney, Mark. *A monetary policy framework for all seasons*. BIS, Febrero 2012.
7. Caruana, Jaime. *Why central bank balances sheet matter*. BIS, Diciembre 2011.
8. Carrera, César y Córdor, Richard. *Los Encajes Bancarios Resena Internacional*. Banco Central de Reserva de Perú. Revista Moneda 148, 2011.
9. Céspedes, Luis Felipe; Chang, Roberto; y Saravia, Diego. *Monetary Policy under Financial Turbulence: An Overview*. Santiago, Chile. 2011 Central Bank of Chile.
10. Christiano, Lawrence. *Remarks on Unconventional Monetary Policy*. International Journal of Central Banking. Marzo 2011.
11. Cross, Michael; Fisher, Paul y Weeken, Olaf. *The Bank's balance sheet during the crisis*. Bank of England, Quaterly Bulletin, Q1 2010.
12. Cúrdia, Vasco y Woodford, Michael. *The Central-Bank Balance Sheet as an Instrument of Monetary Policy*. Federal Reserve Bank of New York, Staff Report No. 463, julio 2010.
13. De Gregorio, José. *El Rol de los Bancos Centrales tras la Crisis Financiera*. Banco Central de Chile, Documentos de Política Económica No. 36, Junio 2010.
14. European Central Bank, *Comparing the Recent Financial Crisis in the United States and the Euro Area with the Experience Of Japan in the 1990s*. Boletín Mensual, Mayo 2012
15. Fernández Martín, Andrés. *El régimen de Inflación Objetivo en América Latina: Algunas consideraciones después de la tormenta*. [www.focoeconomico.org](http://www.focoeconomico.org) enero, 2012.
16. Filardo, Andrew y Yetman, James. *Key facts on central bank balance sheets in Asia and the Pacific*. BIS, Mimeo, Dic 2011.
17. Fuentes, Julieta; Osorio, Juan Antonio; et al. *Caracterización del crédito bancario en El Salvador: Opciones para su reactivación en épocas de crisis*. Banco Central de Reserva de El Salvador. Documento de Trabajo 2010-01.
18. Gagnon, Joseph. *Global Imbalances and Foreign Asset Expansion by Developing-Economy Central Banks*. Peterson Institute for International Economics, Enero 2012.
19. Gagnon, Joseph; Raskin, Matthew; et al. *The Financial Market Effects of the Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchases*. International Journal of Central Banking, Marzo, 2011.
20. García-Cicco, Javier. *On the Quantitative Effects of Unconventional Monetary Policies*. Banco Central de Chile, Documentos de Trabajo No. 573, Abril 2010.
21. Goodhart, C.A.E. *The Changing Role of Central Banks*. BIS Working Papers No. 326, Noviembre 2010.
22. Granados, Luis. *La Política Monetaria y la Estabilidad Financiera: un desafío para los bancos centrales en la poscrisis*. Nota Económica Regional No. 50, SECMCA, Enero 2012.
23. Gray, Simon. *Central Bank Balances and Reserve Requirements*. IMF Working Paper 11/36. Febrero 2011.
24. Guerra, Alfonso y Sánchez, Manuel. *Política Monetaria y Crédito Interno Neto: Una Lectura a través de los Balances del Banco de México*, Banco de México, 2004.
25. Hannoun, Hervé. *The expanding role of central banks since the crisis: what are the limits?* BIS, Mimeo, 2010.
26. Hannoun, Hervé. *Monetary policy in the crisis: testing the limits of monetary policy*. BIS, Mimeo, 2012.
27. Hawkins, John. *Central bank balance sheets and fiscal operations*. BIS Papers 20, 2003.
28. Joyce, Michael A.S.; Lasaosa, Ana, et al. *The Financial Market Impact of Quantitative Easing in the United Kingdom*. International Journal of Central Banking, Septiembre, 2011.
29. León, David y Quispe, Zenón. *El encaje como Instrumento No Convencional de Política Monetaria*. Banco Central de Reserva de Perú. Revista Moneda 143, 2010.
30. Mackowiak, Bartosz y Wiederholt, Mirko. *Inattention to Rare Events*. European Central Bank. Mimeo. Marzo 2012.
31. Magnusson Bernard, Kristin. *International Reserve Adequacy in Central America*. IMF Working Paper 11/144. Junio 2011.
32. Meaning, Jack y Zhu, Feng. *The impact of recent central bank asset purchase programmes*. BIS, Quaterly Review, Diciembre, 2011.
33. Meaning, Jack y Zhu, Feng. *The impact of Federal Reserve asset purchase programmes: another twist*. BIS, Quaterly Review, Marzo, 2012.
34. Montoro, Carlos y Rojas-Suarez, Liliana. *Credit at times of stress: Latin American lessons from the global financial crisis*. BIS, Working Papers No. 370, Febrero 2012.
35. Reinhart, Carmen M. *Financial Repression Has Come Back to Stay*. Peterson Institute for International Economics, Marzo, 2012.



36. Rossini, Renzo; Quispe, Zenón y Rodríguez, Donita. *Capital Flows, Monetary Policy and Forex Intervention in Peru*. Banco Central de Reserva de Perú, Serie Documento de Trabajo, Mayo 2011.
37. SECMCA. *Matriz de Principales Políticas Macroeconómicas*. Varios reportes.
38. Selgin, George; Lastrapes, William D. y White, Lawrence H. *Has the FED Been a Failure?*. CATO Institute Working Paper. Diciembre 2010.
39. Shiratsuka, Shigenori. *Size and Composition of the Central Bank Balance Sheet: Revisiting Japan's Experience of the Quantitative Easing Policy*. Bank of Japan, Monetary and Economic Studies, Noviembre 2010.
40. Sims, Christopher. *Government and Central Bank Balance Sheets, Inflation and Monetary Policy*. Princeton University. Mimeo, 2008.
41. Subbarao, Duvvuri. *Implications of the expansion of central bank balance sheets*. BIS, Enero, 2011.
42. Stone, Mark; Fujita, Kenji y Ishi, Kotaro. *Should Unconventional Balance Sheet Policies be Added to the Central Bank Toolkit? A Review of the Experience So Far*. IMF Working Paper 11/145, Junio 2011.
43. Vergara, Rodrigo. *Política monetaria después de la Crisis: Algunas reflexiones sobre objetivos e instrumentos*. Banco Central de Chile, Documentos de Política Económica No. 38, Octubre 2010.
44. Tucker, Paul. *Managing the central bank's balance sheet: where monetary policy meets financial stability*. Bank of England, Quarterly Bulletin, Autumn 2004.
45. Yamaoka, Hiromi y Syed, Murtaza. *Managing the Exit: Lessons from Japan's Reversal of Unconventional Monetary Policy*. IMF Working Paper 10/114, Mayo 2010.

## ANEXO 1: Principales Medidas de Política Monetaria Adoptadas por los Bancos Centrales del CMCA

Costa Rica	El Salvador	Guatemala	Honduras	Nicaragua	Rep. Dominicana
<p>• <b>Facilidad permanente de crédito del BCCR a las entidades financieras para atender necesidades extraordinarias y temporales de liquidez:</b> A plazos de 1 día con TPM y redescuento a 30 días, renovable una vez, con tasa no inferior al promedio de mercado para crédito comercial.</p> <p>• <b>Flexibilización de normas prudenciales:</b></p> <p>a) En octubre de 2008 se flexibilizaron por 6 meses algunos indicadores de riesgo a las entidades financieras, como rentabilidad real mínimas; las relaciones entre el activo productivo de intermediación y el pasivo con costo y del gasto administrativo con la utilidad operacional bruta; y la sensibilidad por riesgo cambiario y calce de plazo a un mes. En marzo 2009 se extendieron hasta diciembre de ese año.</p> <p>b) En marzo de 2009 se flexibilizaron las condiciones para que los bancos comerciales puedan renegociar sus créditos con los deudores solventes hasta 2 veces en 24 meses (antes era 1) sin ser penalizados. Medida vigente hasta fines de diciembre de 2009.</p> <p>c) En marzo 2009 se extendió por 24 meses más la estimación de riesgo operacional, con lo cual la reserva adicional operativa equivalente al 15% de la utilidad operativa se descontará en 2 años (antes era 1 año).</p> <p>• <b>Facilidad temporal de crédito:</b> El 3 de noviembre de 2008 el BCCR aprobó tres mecanismos para afrontar una eventual falta de liquidez de los intermediarios financieros. Estos mecanismos autorizan al BCCR para:</p> <p>a) <b>Otorgar líneas especiales de crédito a 3 meses plazo,</b> renovables una vez, con las siguientes condiciones:</p>	<p>• <b>Comité de crisis.</b> Se creó Comité de Estabilidad Financiera integrado por la Secretaría Técnica de la Presidencia, el Ministerio de Hacienda, la Superintendencia del Sistema Financiero y el BCR para elaborar estrategia de Liquidez Sistémica.</p> <p>• <b>Reserva de liquidez:</b> En marzo se acordó la devolución de la Reserva de Liquidez Contingencial</p> <p>• <b>Líneas externas de liquidez.</b> En diciembre de 2008, con el objetivo de contrarrestar el posible declive del crédito privado, el Banco Central contrató un préstamo por US\$400 millones con el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), destinado a financiar capital de trabajo y operaciones de comercio internacional, para apoyar el empleo y las actividades de los sectores productivos.</p>	<p>• <b>Facilidad permanente de crédito del BG a las entidades financieras para atender necesidades extraordinarias y temporales de liquidez:</b> Por montos ilimitados a 7 días plazo, con tasa equivalente a la TPM+1,5%.</p> <p>• <b>Inversión de fondos externos en Banguat:</b> En septiembre de 2008 se autorizó a los bancos del sistema para que inviertan en el Banguat parte de los fondos que tienen en el exterior, a una tasa de interés similar a la que paga la Reserva Federal, menos 0.25% por gastos administrativos, con vigencia hasta el 31 de diciembre de 2008.</p> <p>• <b>Liquidez en US dólares:</b> El 5 de noviembre de 2008 se autorizó al Banguat para que del 10 de noviembre de 2008 al 31 de mayo de 2009, provea de liquidez en US dólares a los bancos del sistema por un monto máximo de US\$275 millones (el 21 de enero de 2009 se amplió a US\$290 millones y el plazo se extendió hasta el 31 de mayo 2009), con las siguientes condiciones básicas:</p> <p>a) Califican bancos que al 28/octubre/ 2008 presenten vencimientos y realicen pagos de líneas de crédito del exterior que no les sean renovados total o parcialmente por los bancos corresponsales.</p> <p>b) Los recursos se suministran mediante operaciones de reporto con Bonos del Tesoro de Guatemala en US Dólares. Si las condiciones financieras lo ameritan, el mecanismo contempla la posibilidad de incluir también los Bonos del Tesoro de Guatemala y los CDP del Banguat, en quetzales.</p> <p>• <b>Cierre captaciones del Banguat a 7 días:</b> El Banguat cerró temporalmente las colocaciones de CDP a plazos mayores de 7 días, durante el periodo comprendido</p>	<p>• <b>Facilidad permanente de crédito del BCH a las entidades financieras para atender necesidades extraordinarias y temporales de liquidez:</b> Con la siguiente tasa: TPM+2% desde enero 2007; TPM+0.25% desde 28/10/08.</p> <p>• <b>Facilidad permanente de Inversión de recursos:</b> El BCH mantiene ventanilla para captar recursos de los bancos con la siguiente tasa: TPM-3% desde enero 2007; TPM-5% a partir del 16/12/08; TPM-7% a partir del 18/12/08; 0% a partir del 12/01/09; TPM-3% a partir del 7/08/09.</p> <p>• <b>Flexibilización del encaje legal:</b></p> <p><b>Moneda nacional:</b> El BCH mantuvo hasta el 6 de agosto 09 una política de encaje diferenciado en MN. En diciembre de 2008 la tasa de encaje se fijó en 0% para aquellas instituciones del sistema bancario que concentren sus carteras de crédito en sectores productivos en una proporción igual o superior al 60%; y 12% para las instituciones que están por debajo del 60% de crédito a sectores productivos.</p> <p>A partir del 7 de agosto 2009 se uniformó la tasa de encaje en 6% y se incrementaron las inversiones obligatorias (IO) de 9% a 12%, exigibles en Bonos del Gobierno</p> <p><b>En moneda extranjera:</b> Se mantiene tasa de encaje de 12% + tasa de encaje adicional (EA) de 2% en inversiones líquidas en instituciones financieras del exterior + tasa de inversiones obligatorias (IO) mantenidas en el BCH de 8%.</p> <p>El EA bajó de la siguiente forma:</p>	<p>• <b>Facilidad permanente de crédito del BCN a las entidades financieras para atender necesidades extraordinarias y temporales de liquidez:</b> Máximo 30% del patrimonio de la entidad y un plazo máximo de 30 días calendario, con garantía equivalente al 125% de la asistencia.</p> <p>• <b>Línea de Asistencia Financiera Extraordinaria (Lafex).</b> El 26 de febrero de 2009 el BCN creó Lafex, para asistir a las entidades financieras que experimenten disminución en su liquidez según indicador seleccionado. Plazo de 30 días con tasa de interés de Letras del BCN a 30 días más 2%. Colateral con activos aceptados por el BCN equivalentes al 125% del monto solicitado. Éste más otras obligaciones con el BCN no puede superar el 80% del patrimonio de la entidad financiera. La entidad debe cumplir con la adecuación de capital establecida.</p>	<p>• <b>Facilidad permanente de crédito del BCRD a las entidades financieras para atender necesidades extraordinarias y temporales de liquidez con la siguiente tasa:</b> 16,0% desde el 01/08/08 14,0% desde el 02/01/09 12,5% desde el 02/02/09 11.5% desde el 16/02/09 10.5% desde el 01/04/09 9.5% desde el 01/09/09.</p> <p>• <b>Facilidad temporal de crédito:</b> En noviembre de 2008 se aprobó un mecanismo de liquidez de corto plazo del BCRD para las entidades de intermediación financiera para cubrir parte de la demanda de recursos por parte del público mediante reportos con títulos-valores emitidos por el Banco Central o algún otro título elegible de alto valor como subyacente.</p> <p>• <b>Flexibilización del encaje legal:</b> El 12 de febrero de 2009 se estableció que puede computarse como encaje legal:</p> <p>a) Hasta RD\$7,500 millones (aprox, US\$210 millones) de los nuevos préstamos al sector agropecuario, industria, construcción y micro, pequeña y mediana empresas; y,</p> <p>b) Hasta RD\$3,000 millones (US\$84 millones aprox.) en Bonos del Gobierno previstos en presupuesto 2009.</p> <p>• <b>Rebaja en encaje legal:</b> Los recursos liberados de la rebaja de 2 pp en el encaje acordada a partir del 26 de mayo, estimados en US\$213 millones, se deben destinar a préstamos en condiciones especiales para vivienda (83%) y micro, pequeñas y medianas empresas (17%).</p> <p>• <b>Flexibilización de normas prudenciales:</b> El 5 de marzo de 2009 se aprobó resolución para permitir que la banca pueda revisar los plazos y las tasas de los préstamos vigentes. Con</p>

## ANEXO 1: Principales Medidas de Política Monetaria Adoptadas por los Bancos Centrales del CMCA

Costa Rica	El Salvador	Guatemala	Honduras	Nicaragua	Rep. Dominicana
<p>➤ Tasa de interés: TPM+5 puntos porcentuales;</p> <p>➤ Monto máximo: 30% de las obligaciones a la vista y 10% de las obligaciones a plazo, sin sobrepasar el 50% del activo realizable de la entidad;</p> <p>➤ Respaldo: valores del BCCR, Gobierno, Bancos Comerciales del Estado, Valores del US Tesoro y documentos de crédito calidad A1 y A2;</p> <p><b>b) Realizar subastas de compra de títulos emitidos en colones por el BCCR o del Gobierno</b> por un período máximo de tres meses y hasta un monto máximo de €100,000 millones de colones (aprox. US\$180 millones); y,</p> <p><b>c) Realizar reportos y otras figuras similares en los mercados interbancarios y bursátiles</b> con entidades supervisadas por las superintendencias de instituciones financieras, valores, pensiones y seguros, utilizando como subyacente valores del BCCR o el Gobierno que provengan del mercado secundario. Estas medidas rigen hasta el 30 de setiembre de 2009 (fueron prorrogadas el 24/06/09).</p> <p>• <b>Fortalecimiento del patrimonio de la Banca Estatal:</b> En diciembre se aprobó Ley para aumentar el patrimonio de los bancos estatales con US\$50 millones al Banco de Costa Rica y al Banco Nacional, y US\$17,5 millones al Bancrédito, para que puedan ampliar sus préstamos. Para la capitalización se utilizaron Bonos del Gobierno.</p> <p>• <b>Flexibilización del encaje legal:</b> En marzo 2009 el BCCR aprobó que el cálculo del cumplimiento del encaje legal se haga con una quincena de atraso y que se mantenga el 100% del encaje (antes era 90%). La aplicación de esta medida rige a partir del 16 mayo 2009.</p>		<p>entre el 10 de noviembre de 2008 y el 5 de enero de 2009.</p> <p>• <b>Facilidades temporales de crédito:</b> El 21 de noviembre de 2008 se aprobó la apertura de las siguientes dos ventanillas temporales de liquidez en quetzales en el Banguat para los bancos del sistema, con vigencia a partir del 24 de noviembre:</p> <p><b>a)</b> Para redimir anticipadamente CDP emitidos por el Banguat en poder de los bancos del sistema; y,</p> <p><b>b)</b> Para comprar Bonos del Tesoro de Guatemala en poder de las entidades bancarias.</p> <p>• <b>Flexibilización del encaje legal:</b> El 26 de noviembre de 2008 se estableció:</p> <p><b>a)</b> Que cada entidad financiera podría incluir en el cómputo del encaje legal Certificados de Depósito emitidos por el Banguat, Bonos del Tesoro de Guatemala y Cédulas Hipotecarias FHA, por un monto máximo en conjunto de Q25 millones por cada entidad bancaria; y,</p> <p><b>b)</b> Se aumentó de 25% a 100% la proporción de fondos en efectivo que las entidades financieras puedan agregar dentro del encaje computable.</p> <p>Ambas medidas estuvieron vigentes del 1 de diciembre 2008 al 31 de abril de 2009.</p>	<p>8% en marzo de 2009. 6% a partir del 25/04/09. 4% a partir del 23/05/09. 2% a partir del 27/06/09.</p> <p>Se estableció tasa de inversiones obligatorias en ME mantenidas en el BCH (IO): 2% a partir del 25/04/09. 4% a partir del 23/05/09. 6% a partir del 27/06/09. 8% a partir del 07/08/09.</p> <p>• <b>Creación del Fideicomiso BCH-BANHPROVI:</b> En diciembre de 2008 se constituyó fideicomiso por L10,000 millones (US\$530 millones). Los fondos son manejados y canalizados por el estatal Banco Hondureño de la Producción y Vivienda (segundo piso) a través de las instituciones del Sistema Financiero y se destinan al apoyo financiero a los sectores productivos: financiamiento al sector vivienda, rehabilitación de unidades productivas afectadas por los fenómenos climáticos, microcrédito y demás sectores productivos. Las recuperaciones y rentabilidad del fideicomiso se reinvierten en el mismo fondo. Esto implica una expansión permanente del balance del BCH.</p>	<p>esta medida los bancos comerciales y las asociaciones de ahorro y préstamo pueden reevaluar los créditos vigentes, establecer mejores plazos y ajustar las tasas de interés hacia abajo en beneficio de los clientes.</p> <p>• <b>Fortalecer gestión de riesgo operacional:</b> En abril la Junta Monetaria aprobó el Reglamento sobre Riesgo Operacional, el cual establece los criterios y lineamientos generales que deberán aplicar las entidades de intermediación financiera para administrar adecuadamente este tipo de riesgo.</p>	