



REFLEXIONES SOBRE LOS MANDATOS Y POLÍTICAS DE LOS BANCOS CENTRALES

José De Gregorio*
Presidente
Banco Central de Chile
Julio 2011

* Presentación en las *Jornadas Monetarias y Bancarias* 2011, Banco Central de la República Argentina, Buenos Aires, 30 de junio y 1º de julio. Agradezco los valiosos comentarios y sugerencias de Luis Oscar Herrera, Manuel Marfán y Enrique Orellana.

Quiero agradecer al Banco Central de la Republica Argentina la invitación a participar en su conferencia anual. El tema de este panel, las lecciones de la crisis financiera global respecto de los mandatos y las políticas de los bancos centrales, es importante y oportuno. En América Latina, y en las economías emergentes en general, hemos aprendido mucho de esta crisis originada fuera de la región, lo que se suma a todas las lecciones que hemos acumulado de crisis originadas en nuestra región. No pocas veces como consecuencia de nuestras propias políticas. En muchas ocasiones estos errores han sido el resultado de buscar el camino fácil hacia el desarrollo y la solución de los problemas de pobreza y equidad que aquejan a la región, la receta simple, la vía directa, pero postergando las tareas de largo plazo, ó bien, ignorando las restricciones presupuestarias básicas.

En esta presentación quiero discutir algunas lecciones que me parece relevante enfatizar¹. No obstante, debo aclarar que esta lista no es exhaustiva ni pretende decir cuáles son las principales lecciones, sino que son las que me parecieron relevantes dada la actual coyuntura internacional, y la situación económica de nuestros países. Naturalmente, muchas de mis reflexiones provienen de mi experiencia en la economía chilena.

Comenzaré con algunas lecciones de carácter general para ir aproximándome a los temas de los bancos centrales. Por razones de tiempo, no profundizaré en cada punto todo lo que quisiera, pero intentaré levantar algunos temas centrales para contribuir a la discusión sobre el futuro de los bancos centrales.

La Ideología es Mala Consejera de las Políticas Macroeconómicas y Financieras

La crisis reveló que la ideología del mercado financiero racional y sin fricciones era equivocada. Las asimetrías de información generan serias distorsiones en los mercados financieros. La búsqueda de retornos por la vía de incurrir en riesgos excesivos, ante la percepción que los beneficios serán privados y los costos socializados, puede producir grandes costos y ocasionar severas crisis. Esto no es nuevo para nosotros. La experiencia de principios de los ochenta en América Latina, y en Chile en particular, muestran que una mayor profundización financiera no necesariamente conduce a un mayor progreso². También que la innovación debe ir acompañada de prudencia y un adecuado marco regulatorio.

Sin embargo, la ideología del regulador benevolente y todopoderoso tampoco es correcta. En primer lugar, porque el origen de muchas imperfecciones son los problemas de información, y no hay nada que indique que los reguladores tienen información superior. Ciertamente, las regulaciones deben contribuir al mejor desempeño del sistema financiero, pero hay que evitar que ellas sean el origen de distorsiones adicionales. Por otra parte, en el

¹ Las lecciones para la banca central son múltiples y en este caso me concentro en algunas de ellas. Ver Fischer (2011) para una valiosa discusión de otras lecciones de la crisis para los bancos centrales.

² Ver De Gregorio y Guidotti (1995), quienes muestran que, a diferencia de la evidencia internacional en grupos amplios de países, en América Latina la mayor profundización financiera entre 1960 y 1985 no fue acompañada de un mayor crecimiento. Durante la crisis de la deuda, los países con mayor profundización financiera fueron también los que tuvieron las crisis más severas.

diseño de regulaciones existen elementos de economía política que muchas veces pueden resultar en que las políticas públicas sean determinadas por el poder relativo de los distintos grupos de presión, más que por decisiones basadas en nuestra evaluación de los costos y los beneficios sociales. Así, por ejemplo, muchos esquemas de protección arancelaria o de beneficios previsionales pueden terminar favoreciendo a los grupos con mayor influencia que a quienes realmente lo necesitan.

Los Mercados Financieros deben ser Profundos y Sólidos

Los mercados financieros cumplen un papel muy importante en el desarrollo económico. Ellos permiten que las empresas puedan financiar buenos proyectos de inversión y cubrir riesgos, mientras los hogares pueden suavizar el consumo. Pero, al mismo tiempo, deben ser sólidos, y capaces de absorber turbulencias y cambios en el escenario económico. En la medida que los bancos toman depósitos, que tienen un componente importante de seguro, es necesario que sean regulados para asegurar la liquidez y solvencia. Desafortunadamente, la crisis financiera internacional llevó a muchos a ver los mercados financieros como si fuera un gran casino. Tal vez una mejor analogía es que en muchos países los mercados financieros parecían fiestas donde todos los que bailaban estaban borrachos y terminaron quemando la casa.

No es este el lugar para analizar las múltiples causas de la crisis financiera, pero solo quiero destacar la solidez que mostraron los mercados financieros en muchas economías emergentes —así como también en algunas economías desarrolladas— para enfrentar la crisis. En muchas de estas economías, como Chile, en que los mercados financieros se han profundizado, los grados de bancarización han aumentado y las condiciones crediticias han mejorado a lo largo del tiempo, la crisis no causó problemas serios³. Pero esto se hizo con un marco regulatorio que mostró ser robusto. La innovación y el desarrollo financiero continuarán, lo que representa nuevos desafíos en materia de modernización regulatoria. De lo que se trata, siguiendo la analogía anterior, es de restringir el consumo de alcohol, y de castigar a quienes se exceden.

Dados los problemas de información existente en los mercados financieros, no es posible pensar que la autoridad regulatoria pueda controlar todos los riesgos. Por ello, es de crucial importancia una buena estructura de incentivos en las empresas financieras, para que manejen adecuadamente sus riesgos. Los incentivos de los gobiernos corporativos y la administración, lo que incluye la estructura de compensaciones, deben alinearse con un manejo prudente de la actividad financiera.

Se Deben Fortalecer las Instituciones Económicas

Un buen diseño institucional en el área económica, donde las atribuciones están bien establecidas y se respetan la ley y las reglas del juego, es fundamental para que ellas cumplan su rol con eficacia. El fortalecimiento de las instituciones requiere de algunas características que vale la pena destacar. En primer lugar, hay que definir con mucha claridad sus objetivos. Esto permite especialización y complementación entre las diversas

³ Ver Crockett (2011) para reflexiones recientes sobre el futuro del sistema financiero.

instituciones. También evita que haya competencia en los ámbitos de acción y permite una adecuada evaluación de sus decisiones. Una segunda característica, es que los mecanismos de rendición de cuentas (*accountability*) sean muy claros. Por último, las instituciones deben actuar de manera transparente. Aunque la transparencia tiene sus límites para permitir un funcionamiento adecuado de las instituciones, el tiempo de las decisiones opacas e infundadas ha quedado atrás. En el caso de los bancos centrales, estos deben comunicar y explicar transparentemente sus decisiones. Esto es esencial para dar confianza y para asegurar un buen desempeño, todo lo cual sirve para una mayor efectividad de la política monetaria, es decir lograr sus objetivos con los menores costos posibles.

Existe un número importante de ámbitos institucionales que se deben destacar. En primer lugar, los bancos centrales deben ser independientes, algo que me referiré con mayor detalle un poco más adelante. Las instituciones fiscales son también importantes. En Chile, desde principios de la década pasada la política fiscal opera sobre el marco de una regla estructural. Esta regla define un objetivo para el presupuesto público sobre la base del superávit estructural. Lo que esto hace es medir los ingresos fiscales corregidos por el ciclo económico, usando un precio del cobre de largo plazo. De esta forma, la política fiscal opera de manera contracíclica, puesto que cuando el precio del cobre es bajo o la economía está operando por debajo de su potencial, el balance efectivo es más expansivo que el estructural. Otra virtud de esta regla es que es predecible, lo que reduce significativamente la incertidumbre macroeconómica. Esta regla permitió acumular significativos ahorros antes de la crisis, debido a un precio del cobre muy alto, lo que después sirvió para financiar un estímulo fiscal sin precedentes durante la crisis.

Los reguladores financieros también requieren de una institucionalidad fuerte. Estas instituciones debieran gozar de altos grados de independencia, pero también debe haber una adecuada coordinación entre todos los reguladores del sistema financiero, el banco central y las autoridades de los ministerios de finanzas.

Los Bancos Centrales Deben Velar por la Estabilidad de Precios y la Estabilidad Financiera

Los bancos centrales son quienes emiten el dinero y, por lo tanto, los llamados a preservar el valor de la moneda por la vía de controlar la inflación. Un buen marco de política monetaria debiera también redundar en la estabilidad del ciclo económico, al mismo tiempo que proveer las bases para fomentar el crecimiento económico. La evidencia empírica nos muestra que la inflación baja contribuye al crecimiento, mientras que expectativas de inflación estables reducen las fluctuaciones de la actividad económica y del empleo. Por el contrario, las economías inestables dañan su capacidad de crecimiento.

La estabilidad financiera surge de manera natural del hecho que el banco central es el prestamista de última instancia. Asimismo, los bancos centrales deben procurar el buen funcionamiento del sistema de pagos. Definir con precisión qué es estabilidad financiera es más complejo que definir qué es estabilidad de los precios, pero ella consiste en asegurar que el sistema financiero sea un motor de crecimiento y no una fuente de problemas.

La estabilidad macroeconómica es fundamental, no solo por sus beneficios directos, sino porque además permite enfocar las políticas económicas en objetivos de más largo plazo. Cuando hay inestabilidad, su eliminación pasa a ser la principal tarea de las autoridades. En consecuencia, el rol de los bancos centrales es precisamente permitir que el protagonismo de las políticas económicas lo asuman aquellas que se orientan a mejorar la productividad, la calidad y el nivel de empleo, la protección del medio ambiente, la inclusión social, y toda iniciativa de política que apunte hacia alcanzar un desarrollo sostenible de largo plazo.

Los bancos centrales, operando en condiciones normales, debieran proveer liquidez al sistema bancario. Siguiendo los principios de Bagehot, la provisión de liquidez se debería hacer cobrando tasas de interés con recargo y a cambio de “buenos” colaterales. Con esto, el banco central no está asumiendo el riesgo de crédito, el cual permanece en el banco comercial. Además, así incentiva un manejo prudente de la liquidez por parte de los bancos. Si los bancos pudieran traspasar riesgo de crédito al banco central, o acceder a la liquidez a bajos costos, podrían aumentar su exposición al riesgo y, en consecuencia, aumentar la vulnerabilidad financiera. Al mismo tiempo, el banco central estaría subsidiando indirectamente la toma de riesgo del sector bancario.

En condiciones anormales, como ocurrió durante la crisis financiera, hemos visto algunos bancos centrales comprando instrumentos financieros con riesgo. Esto sucedió, sin embargo, por cuanto las tasas de interés llegaron a su *zero lower bound* y los mercados financieros estaban muy tensionados. Su objetivo fue evitar una contracción excesiva del crédito que pudiera profundizar la recesión. Más aún, los bancos centrales pueden intervenir en los mercados financieros cuando estos están funcionando de manera anormal, lo que ha ocurrido en muchas economías en que los bancos centrales han intervenido sus mercados cambiarios. Intervenir en otros mercados financieros es más cuestionable.

La discusión anterior está relacionada al hecho que además los bancos centrales no deberían hacer política fiscal. De esta forma, la política monetaria evita quedar subordinada a los requerimientos de financiamiento del fisco, lo cual resultaría en una pérdida de control sobre la inflación. En otras palabras, es el déficit fiscal y sus necesidades de financiamiento el que determina la inflación, puesto que es un impuesto, y no los objetivos de la política monetaria. Por eso mismo, la política monetaria debe contar con una política fiscal sostenible.

Los Esquemas de Metas de Inflación y los Tipos de Cambio Flexible Han Funcionado Bien

En el último par de décadas muchos países han adoptado esquemas de metas inflación flexible, en el sentido de que el banco central se fija como objetivo una meta de inflación, cuyas desviaciones se corrigen en el mediano plazo. Por ejemplo, en Chile la meta de inflación es 3 por ciento, con un rango de tolerancia de ± 1 por ciento y un horizonte de política de dos años. Es decir, si por alguna razón la inflación se desvía de 3 por ciento, la política monetaria se orienta a devolverla a ese valor en un plazo de dos años. En definitiva, la política monetaria se orienta de modo que la proyección de inflación en el horizonte de política sea igual a la meta.

El horizonte de política es lo que hace que este esquema de metas de inflación sea flexible. La razón es que la política monetaria tiene rezagos, pero también porque tener un horizonte muy corto podría provocar que el cumplir la meta implicará costos muy elevados en materia de actividad y empleo. Controlar la inflación no es gratis, pero no estabilizarla a tiempo solo resulta en costos muy superiores en el futuro. De esta forma, con el horizonte de política se balancean los costos de las fluctuaciones de la actividad económica con los costos de la inflación. Por lo tanto, es equivocado pensar que los esquemas de metas de inflación no consideran lo que pasa con la actividad⁴. Así, en un período de alta inflación, que normalmente refleja un nivel de actividad por sobre su nivel de máxima capacidad, la política monetaria se volverá contractiva para devolver la inflación a su meta, pero con un ajuste gradual.

La virtud de la meta de inflación es que en la medida que la meta sea creíble, las expectativas estarán ancladas, lo cual además permite reducir la amplitud del ciclo económico. De hecho, en principio, la meta de inflación permite estabilizar la inflación y reducir las fluctuaciones del producto. Esta es la mejor forma de afrontar el *trade-off* entre inflación y desempleo.

Se ha argumentado que la conducción de la política monetaria, sin prestar atención en las distorsiones de los precios de los activos, fue lo que condujo a la crisis *subprime*. Es efectivo que las burbujas en los precios de los activos fueron una causa central de la crisis financiera. Pero no basta que haya una burbuja. El riesgo es cuando estas burbujas son financiadas con un creciente apalancamiento bancario, lo que resulta en una crisis bancaria cuando el precio del activo se desploma. No obstante, no es obvio que la solución a estos problemas fuese subir las tasas de interés. Muchos países tuvieron bajas tasas de interés antes de la crisis, los precios de las viviendas se expandieron más allá de sus fundamentales, y no fueron víctimas de crisis financieras⁵.

Por lo anterior, dada la incapacidad de la política monetaria para abordar el problema de aumentos excesivos de los precios de los activos, es que hoy se discuten herramientas macroprudenciales para evitar la excesiva prociclicidad de los mercados financieros.

De hecho, durante la crisis, muchos países que tenían metas de inflación redujeron fuertemente sus tasas de interés, lo que contribuyó de manera decisiva a mitigar los efectos de la recesión global.

Otro elemento importante durante la crisis fueron las reacciones de los tipos de cambio al escenario internacional. Los ajustes de los tipos de cambio permitieron absorber los *shocks*, evitando que estos provocaran mayores caídas en los niveles de actividad. Veinte años atrás, hubiera sido impensado que las economías emergentes pudieran acomodar fluctuaciones tan fuertes en sus tipos de cambio sin provocar crisis financieras. De hecho, en muchas ocasiones, las autoridades económicas evitaron depreciaciones masivas por la

⁴ Este tema fue discutido con mayor detalle en mi presentación en estas mismas Jornadas Monetarias y Bancarias del año 2006 (De Gregorio, 2007).

⁵ Para una discusión más detallada de estos temas, en particular las dificultades de abordar burbujas de precios de activos con política monetaria, ver De Gregorio (2010).

vía de aplicar políticas restrictivas, ante el temor al desbalance financiero. Los descálces cambiarios como fuente de fragilidad han ido quedando atrás, gracias a una regulación adecuada respecto de la exposición al riesgo de monedas.

Las Economías Pequeñas deben Auto-Protegerse

El potencial surgimiento de tensiones financieras en el mundo, que puedan causar cambios bruscos en los flujos de capitales, puede tener consecuencias nefastas sobre las economías. En la actualidad se discuten mecanismos de coordinación internacional para establecer estándares regulatorios comunes, así como mecanismos de cooperación para enfrentar problemas financieros. El problema de las economías pequeñas es que nuestra capacidad de participar activamente en estos mecanismos de cooperación es limitada. No tenemos el tamaño suficiente para ser adecuadamente consideradas en estos mecanismos.

Por lo anterior, es que las políticas macroeconómicas y financieras deben construirse bajo el supuesto de que los problemas locales se deben resolver localmente. Un caso importante de esto es la mantención de un nivel adecuado de reservas internacionales para hacer frente a *shocks* al financiamiento externo. Durante la crisis financiera, fuimos testigos de cómo se establecieron facilidades de *swaps* de monedas para aliviar tensiones cambiarias entre economías de tamaño relevante a nivel global. Estas no estuvieron y probablemente no estarán disponibles para economías pequeñas. Por ello, es necesario autoasegurarse. La acumulación de reservas internacionales sirve dicho propósito, pues permite disponer de liquidez en moneda extranjera en el caso de alta volatilidad de los flujos de capitales, en especial en eventos de interrupción repentina de las entradas de capitales. Asimismo, en períodos de tensiones financieras, un alto nivel de reservas internacionales actúa como disuasivo frente a presiones especulativas contra nuestras monedas. La acumulación de reservas internacionales cumple además con el propósito de intervenir en el mercado cambiario, lo que puede ser conveniente de realizar en situaciones de presiones cambiarias intensas, no para desviarse de las tendencias de largo plazo, pero sí para moderar el ajuste.

Es precisamente este doble propósito de la acumulación de reservas, seguro e intervención, el que puede explicar porque seguros alternativos como las líneas de crédito flexible del FMI no han tenido una demanda relevante que las convierta en un sustituto a la acumulación de reservas. Si bien estas facilidades son un seguro contra interrupciones a las entradas de capitales, ellas también tienen inconvenientes. Más allá de los conocidos problemas de estigma que acarrear el suscribir estas facilidades crediticias, ellas reducen significativamente el espacio para realizar intervenciones cambiarias, algo que no es deseable en economías emergentes.

Otra área donde las economías pequeñas difícilmente tendrán un impacto significativo es con la regulación financiera y las propuestas de crear colegios de supervisores de nivel mundial que armonicen las regulaciones. Efectivamente las economías emergentes exitosas tienen una voz relevante a la hora de dar cuenta de sus fortalezas institucionales y de política, pero difícilmente su influencia será relevante en situaciones críticas. Si bien es necesario tener regulaciones acordes con estándares globales, como Basilea III, en el caso de economías pequeñas puede resultar adecuado tener estándares más estrictos. La regulación de los bancos internacionales, que en el caso de Chile les exige operar como

subsidiarias y no como filiales, es un ejemplo donde habría que aplicar más cautela que la estándar. Algo similar se puede concluir respecto de las instituciones de importancia sistémica, que en economías pequeñas puede cubrir a una fracción muy importante del sistema bancario.

Comentarios Finales

En las economías emergentes, y en particular en América Latina, tenemos importantes desafíos en materia económica que van mucho más allá de la necesaria estabilidad macroeconómica. Los bancos centrales cumplen un papel fundamental en este último aspecto, pero se requiere de especialización para que cada uno pueda realizar su labor de manera efectiva. Sobrecargar el rol del banco central puede terminar limitando su capacidad de actuar en su ámbito más específico.

Bienvenidos todos los esfuerzos para discutir qué políticas son las mejores para mejorar el bienestar de la población. Es este ámbito donde con toda seguridad tenemos desafíos significativos por enfrentar. Mantener la inflación baja y un sistema financiero robusto y profundo son tareas esenciales para seguir avanzando en otras áreas prioritarias para el desarrollo. Estas tareas son la mejor contribución que los bancos centrales pueden hacer al desarrollo económico.

Referencias

Crockett, A. (2011), “What Financial System for the 21st Century”, Per Jacobsson Lecture, Bank for International Settlements.

De Gregorio, J. (2007), “Esquema de Metas de Inflación en Economías Emergentes”, en Banco Central de la República Argentina, *Política Monetaria y Estabilidad Financiera. De la Teoría a la Práctica*, Jornadas Monetarias y Bancarias del BCRA, Anales 2006.

De Gregorio, J. (2010), “Monetary Policy and Financial Stability”, *International Finance*, Vol. 13, No. 1, pp. 141-156.

De Gregorio, J. y P. Guidotti (1995), “Financial Development and Economic Growth”, *World Development*, Vol. 23, No. 3, pp. 433-448.

Fischer, S. (2011), “Central Bank Lessons from the Global Crisis”, lecture at the Bank of Israel Conference on *Lessons of the Global Crisis*.