

# A algunas lecciones de la crisis financiera para EL DISEÑO DE política monetaria

PAUL CASTILLO\*

En el periodo que antecedió a la crisis financiera global, un número creciente de bancos centrales, tanto en economías desarrolladas como emergentes, adoptaron esquemas de política monetaria, en donde el objetivo principal era mantener la estabilidad de precios.

\* Subgerente de Diseño de Política Monetaria del BCRP.

Dentro de ese marco de política, la estabilidad financiera se consideraba como un subproducto natural del éxito de la estabilidad macroeconómica y del adecuado funcionamiento de los mercados financieros, que garantizaban la provisión de liquidez y una correcta valuación y asignación de riesgos financieros. La regulación financiera, con un enfoque principalmente microprudencial, buscaba garantizar la solvencia individual de los participantes del mercado.

Incluso bancos centrales que no adoptaron explícitamente el tipo de esquemas mencionado, como la FED, bajo la dirección de Alan Greenspan, consideraban que la política monetaria no debería utilizarse activamente con el objetivo de prevenir el surgimiento de burbujas financieras debido a los potenciales riesgos que este tipo de acción podría generar<sup>1</sup>. Las burbujas financieras son usualmente difíciles de identificar, y en el supuesto que un banco central sea exitoso en este proceso, se necesitarían cambios abruptos en la tasa de interés como para reducir el incentivo a invertir en activos con altas tasas de retorno, como ocurren en periodos de formación de burbujas financieras. Estos argumentos, sin embargo, han perdido eco a la luz de la reciente crisis financiera internacional.

### LECCIONES DE LA CRISIS FINANCIERA GLOBAL

Una de las lecciones más importantes de la reciente crisis financiera global ha sido la constatación de que la estabilidad macroeconómica alcanzada en los últimos años ha sido insuficiente para preservar la estabilidad financiera. La mayoría de economías desarrolladas que alcanzaron antes de 2007 niveles de inflación menores al 3 por ciento, al igual que una significativa moderación en la volatilidad de la actividad económica, han estado al centro de la reciente crisis financiera internacional. Tal como se observa en el cuadro 1, los países del G7, que han sido los más afectados por la crisis financiera global, fueron también aquellos que experimentaron una reducción importante en la volatilidad del PBI en el periodo 1984-2002 respecto al periodo 1960-1983.

Otra lección importante de la crisis financiera es la constatación de que en periodos de estrés en los mercados financieros, los mecanismos de transmisión de la política monetaria pueden afectarse severamente, haciendo que los cambios en la tasa de política monetaria (la tasa de interés de referencia) no se transmitan al resto de tasas de interés del sistema financiero. Un ejemplo de este tipo de eventos se observó luego de la quiebra de Lehman Brothers en setiembre 2008, en el mercado de dinero de los EE.UU., cuando el TED *spread*, indicador que mide la diferencia entre la tasa LIBOR y la tasa de los fondos federales, se elevó de 109 a 463 puntos bási-

CUADRO 1 Cambios en la volatilidad de la tasa de crecimiento anual del PBI por habitante en los G7

	A.-Desviación estándar 1960-1983	B.- Desviación estándar 1984-2002	B/A
Alemania	2,3	2,2	0,96
Canadá	1,8	1,4	0,78
Francia	2,5	1,5	0,60
Italia	3,0	1,3	0,43
Japón	3,7	2,2	0,59
Reino Unido	2,4	1,7	0,71
EE.UU.	2,7	1,7	0,63

FUENTE: HAS THE BUSINESS CYCLE CHANGED? EVIDENCE AND EXPLANATIONS, JAMES STOCK Y MARK WATSON (2003).

cos (pbs.) entre agosto y octubre de ese año, lo que generó un incremento en el costo de financiamiento de los bancos, a pesar de la reducción en la tasa de los fondos federales.

La crisis también mostró que en estos periodos, la dinámica de la economía puede ser tremendamente no lineal, y que la distribución de los choques que la afectan puede mostrar importantes riesgos de cola. En estos casos, la estrategia de política monetaria debe enfatizar, en mayor medida, el manejo de riesgos, tratando de reducir la probabilidad de ocurrencia de eventos extremos con un gran impacto negativo sobre la salud del sistema financiero y de la economía en general. De lo contrario, se incrementará la posibilidad de enfrentar el límite inferior de la tasa de interés y con ello un escenario de menor efectividad de la política monetaria.



La estabilidad macroeconómica alcanzada en los últimos años ha sido insuficiente para preservar la estabilidad financiera



<sup>1</sup> Greenspan, Alan (2002). "Opening Remarks," Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium Rethinking Stabilization Policy: 1-10.

Otra importante lección que nos deja la crisis financiera es que, en escenarios de crisis, la habilidad de la política monetaria para contener sus efectos negativos utilizando únicamente la tasa de interés se reduce y se hace necesaria una mayor intervención de los bancos centrales en los mercados de crédito y del uso de políticas monetarias no convencionales, políticas que de no revertirse de manera oportuna, pueden dañar la credibilidad de los bancos centrales a futuro. Asimismo, dada la naturaleza sistémica del impacto de este tipo de choques, los costos que generan a la economía son mayores que los normalmente observados en periodos recesivos.

En ese sentido, la visión que se tenía en las economías desarrolladas de un entorno de bajo riesgo para el accionar de la política monetaria, y de una elevada capacidad de los bancos centrales para contener el impacto negativo de choques en el sistema financiero utilizando como único instrumento de política monetaria, la tasa de interés de corto plazo, ha sido desdibujada por la crisis financiera global. Más aún, esta crisis financiera ha puesto de relieve la necesidad, en un entorno de mayor volatilidad y en el que la probabilidad de choques extremos es mayor, de reorientar el enfoque de la regulación financiera desde una perspectiva microeconómica hacia una macro-prudencial, cuyo objetivo fundamental sea el de preservar la estabilidad financiera y evitar la formación de riesgos sistémicos. En esta tarea, sin embargo, es importante que se delimite claramente los objetivos e instrumentos de la política macro-prudencial y se establezcan las áreas de mayor complementariedad con la política monetaria.

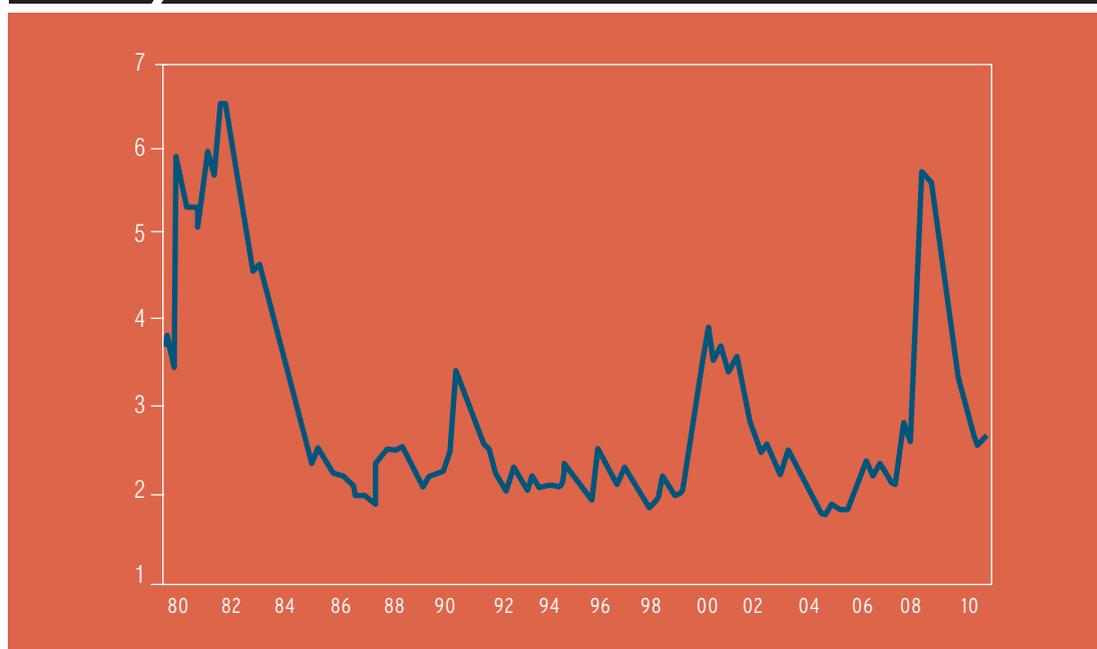
Es crucial que el marco actual de política monetaria se mantenga basado en la independencia del

Banco Central para la implementación de su política monetaria y en la asignación de un objetivo único, el de la estabilidad de precios. La credibilidad de aquellos bancos centrales que implementan su política monetaria mediante esquemas de metas explícitas de inflación ha sido fundamental para mantener ancladas las expectativas de inflación y garantizar un adecuado control de la inflación, aún en periodos de fuertes incrementos en los precios internacionales de los alimentos y de los combustibles. Esta credibilidad también ha sido fundamental para la efectividad de las políticas de estímulo monetario al momento de hacer frente a los embates de la crisis financiera internacional.

La experiencia reciente de algunas economías emergentes puede ser ilustrativa respecto a cómo la política monetaria y los bancos centrales pueden incorporar, en sus estrategias de política monetaria, una mayor preocupación por la estabilidad financiera. A diferencia de las economías desarrolladas, la mayoría de economías emergentes no emprendieron procesos de desregulación de sus mercados financieros tan agresivos como los observados en economías desarrolladas, tampoco han reservado el accionar de su política monetaria a un único instrumento. De hecho, un grupo importante de bancos centrales de economías en desarrollo, además de la tasas de interés, mantiene a su disposición una serie de instrumentos, los cuales tienen por objetivo aminorar el surgimiento de riesgos sistémicos en el sistema financiero y que, en la práctica, han actuado como instrumentos de carácter macro-prudencial.

En América Latina, varios bancos centrales han utilizado instrumentos como los encajes, los límites

GRÁFICO 1 ■ Volatilidad de la tasa de crecimiento trimestral anualizada del PBI de EE. UU. (en porcentajes)



a las posiciones de cambio, y los requerimientos de liquidez, de manera cíclica, para enfrentar los potenciales desequilibrios que pueden generar una masiva entrada de capitales de corto plazo. Muchos de estos instrumentos que han estado vigentes antes del surgimiento de la crisis financiera global 2007-2009, se crearon a fines de los 90s luego de la experiencia de la crisis asiática de 1997 y rusa de 1998.

Una posible explicación para el mayor énfasis que las economías menos desarrolladas han puesto en otros instrumentos de política orientados a mitigar riesgos en el sistema financiero es la diferencia en los entornos en los que los bancos centrales han tenido que operar. En el caso de las economías menos desarrolladas, éstas han enfrentado mucha mayor incertidumbre, con recurrentes episodios de crisis financieras y en donde la falta de desarrollo de los mercados financieros locales, incrementaba los riesgos asociados a salidas abruptas de capital, depreciaciones inesperadas del tipo de cambio y caídas importantes en los términos de intercambio.

### RETOS PARA LOS PRÓXIMOS AÑOS

Como mencionamos anteriormente, una de las principales lecciones que nos deja la crisis financiera internacional es la necesidad de contar con políticas orientadas a reducir la probabilidad del surgimiento de riesgos sistémicos que atenten contra la estabilidad financiera. Ello requiere no sólo de un marco institucional adecuado que establezca claramente los objetivos y los instrumentos que gobierne el proceso de macro-regulación financiera, sino también una clara delimitación de los límites de la política monetaria y la política macro-regulatoria.

La experiencia de algunas economías en las que los bancos centrales han implementado políticas y han hecho uso de instrumentos del tipo macro-prudencial nos muestra que esto se puede lograr manteniendo los pilares de la política monetaria actual, esto es, la independencia de los bancos centrales y el objetivo único de estabilidad monetaria. Estos dos pilares son fundamentales para mantener ancladas las expectativas de inflación, y con ello, incrementar la efectividad de la política monetaria en el control de la inflación.

Dadas las diversas fuentes potenciales de riesgo sistémico, las políticas macro-prudenciales, requieren contar con un conjunto más amplio de instrumentos que los asignados a la política monetaria. Estos instrumentos deben tener como objetivo común reducir el incentivo de los participantes en los mercados financieros a tomar riesgos excesivos, y fortalecer al sistema financiero frente a la ocurrencia de eventos poco probables, pero de gran impacto negativo en

la estabilidad financiera. Algunos bancos centrales, sobre todo en economías emergentes, han venido utilizando instrumentos tales como los requerimientos de capital y de provisiones contra-cíclicas, los requerimientos adicionales de liquidez y los límites al endeudamiento para cumplir con estos objetivos.

La aplicación de este tipo de instrumentos representa un reto importante para las autoridades económicas debido a que imponen costos a la eficiencia en la intermediación financiera, que sin embargo son de segundo orden de importancia frente al potencial beneficio de contribuir a mantener la estabilidad financiera. Estos costos pueden minimizarse si es que se aplica la combinación apropiada de estos instrumentos y no se asigna todo el peso de la regulación macro-prudencial a un número reducido de instrumentos. Para lograr este objetivo es fundamental, no solo un adecuado flujo de información desde las autoridades de regulación y supervisión financiera hacia los encargados de ejecutar la política macro-prudencial, sino también un adecuado nivel de coordinación entre el banco central, las entidades encargadas de regular el sistema financiero y el mercado de capitales, y el gobierno. En algunas economías desarrolladas y emergentes, se han venido tomando pasos en esta dirección con la creación de los consejos de estabilidad financiera<sup>2</sup>.

Sin embargo, todavía quedan muchos retos a futuro. Así, se deben definir apropiadamente no solo los límites de la política monetaria y la política macro-regulatoria, sino también los espacios en donde la política monetaria y de la política macro-regulatoria tienen mayor potencial de complementariedad. ■

### REFERENCIAS

- BIS, 2010, "The Future of Central Banking under Post-crisis Mandates", Ninth BIS Annual Conference.
- Goodhart, C.A.E., 2005, "The Future of Central Banking", Financial Markets Group, London School of Economics, Special Paper N° 162.
- Goodhart, C.A.E., 2008, "The Changing Role of Central Banks", Financial Markets Group, London School of Economics. Published in BIS WP 326.
- Greenspan, A., (2002). "Opening Remarks," Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium Rethinking Stabilization Policy: 1-10.
- Mishkin, F., 2011, "Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis" NBER working paper N° 16755.
- Stock, J. y Watson M., 2003, "Has the Business Cycle Changed?", Woodrow Wilson School and Department of Economics, Princeton University and the National Bureau of Economic Research.
- Svensson, L., 2010, "Inflation Targeting and Financial Stability", Policy lecture at the CEPR/ESI 14th Annual Conference on "How has Our View of Central Banking Changed with the Recent Financial Crisis", hosted by the Bank of Turkey.

<sup>2</sup> En Latinoamérica, Brasil, México, Chile y Uruguay han avanzado en el establecimiento de Comités Macro-prudenciales. Así, en enero de 2006 Brasil creó el Comité de Regulación y Fiscalización de los Mercados Financieros, de Capitales, de Seguros, del sistema Previsional y de Capitalización (COREMEC); en julio de 2010, México estableció el Consejo de Estabilidad del Sistema Financiero; en abril de 2011, se propuso en Chile la formación del Consejo de Estabilidad Financiera; y en junio de 2011, Uruguay creó el Comité de Estabilidad Financiera (CEF).