



# Redefinir los bancos centrales

## Los bancos centrales deben extraer lecciones de la crisis mundial y hacer reformas concretas

Duvvuri Subbarao

**L**OS BANCOS centrales han ocupado un lugar central en la crisis financiera mundial. Se los ha culpado por las políticas y medidas que llevaron al mundo a la crisis y se los ha elogiado por sacarlo de ella. Ambas evaluaciones son justas: los bancos centrales han sido parte del problema y parte de la solución.

A medida que la crisis sigue su curso y se afianza la recuperación, los bancos centrales enfrentan varios problemas, cinco de los cuales se abordan en este artículo.

### La política monetaria en un contexto globalizado

La crisis ha demostrado las dificultades que se presentan para la gestión macroeconómica en un mundo que se globaliza. Aunque los gobiernos y los bancos centrales desplegaron una inusual batería de políticas contundentes, no pudieron controlar la situación debido a la interconexión del sistema financiero y los efectos, positivos y negativos, de la situación externa en las medidas de política interna. También descubrieron que el sentimiento y la confianza estaban notablemente correlacionados entre los países.

Los hechos externos interactúan con la economía interna de manera compleja, incierta e incluso caprichosa. Los bancos centrales deben comprender mejor tales interacciones. Algunos de los canales por los cuales estas se transmiten son bastante conocidos: los movimientos de los precios mundiales, incluidos los de las materias primas; la sincronización de los ciclos económicos; los flujos de capital; un fuerte comovimiento del precio de los activos; los tipos de cambios de las principales monedas internacionales, y las políticas de tasa de interés de los grandes bancos centrales. Otros canales son menos conocidos. La crisis ha mostrado, por ejemplo, que incluso las diferencias en los regímenes regulatorios pueden estimular operaciones de arbitraje y diluir la eficiencia de las políticas nacionales.

Tómese el caso de los flujos de capital. Durante la crisis, las economías de mercados emergentes experimentaron un cese repentino de las entradas de capital, así como también salidas de capital, como resultado del desapalancamiento mundial. Se da ahora la situación contraria y muchas de esas economías registran entradas netas. La gestión de esos flujos, especialmente si son volátiles, pondrá a prueba la eficacia de las políticas del banco central en las economías semiabiertas de mercados emergentes. Un país cuyo banco central no intervenga en el mercado cambiario sufrirá el costo de una apreciación monetaria ajena a los fundamentos económicos. Si

los bancos centrales intervienen para impedir la apreciación, tendrán que lidiar con una mayor liquidez y posibles presiones inflacionarias. Si esterilizan la liquidez resultante, corren el riesgo de hacer subir las tasas de interés, lo que perjudicaría las perspectivas de crecimiento.

La volatilidad de los flujos de capital también podría afectar la estabilidad financiera. La forma en que las economías de mercados emergentes gestionen la trinidad imposible de una cuenta de capital abierta, un tipo de cambio fijo y una política monetaria independiente incidirá en sus perspectivas de crecimiento y en la estabilidad de precios y financiera.

### Redefinir el mandato de los bancos centrales

La crisis ha desatado un amplio y encendido debate sobre el papel y las responsabilidades de los bancos centrales y plantea tres grandes interrogantes:

*¿Deberían seguir aplicando los bancos centrales metas de inflación?* En los años previos a la crisis existía un fuerte consenso favorable a que la política monetaria se basara en el logro de una tasa de inflación determinada. Aun cuando los bancos centrales no fijaran una meta de inflación precisa, sus objetivos de política estaban influidos, si no dominados, por la estabilidad de precios. Este enfoque parecía ser exitoso. Hubo un largo período de estabilidad de precios acompañada de un crecimiento estable y bajo desempleo. En la etapa anterior a la crisis, los banqueros centrales eran gente triunfadora. El fin de la Gran Moderación ha diluido, si no disuelto, el consenso acerca de la conveniencia de fijar metas únicamente para la inflación. Según la opinión mayoritaria, la estabilidad de precios y la estabilidad financiera se refuerzan mutuamente. Pero la crisis ha probado que no es así: la estabilidad de precios no necesariamente garantiza la estabilidad financiera. Ha cobrado nuevo impulso la “nueva hipótesis del entorno” de que la fijación pura de metas de inflación es desaconsejable y que el mandato de los bancos centrales debe avanzar más allá de la estabilidad de precios e incluir la regulación y supervisión bancaria, la estabilidad financiera y la prevención de las burbujas de precios de los activos.

*¿Cuál es el papel de los bancos centrales en la prevención de las burbujas de precios de los activos?* Está surgiendo la idea de que, dentro del ámbito de competencia de un banco central, debe estar la función de impedir un aumento excesivo del precio de los activos. Las opiniones están divididas, sin embargo, en cuanto a si los bancos centrales deben prevenir tales burbu-

jas con medidas de política monetaria o con normas regulatorias. Lo indiscutible, no obstante, es que esa tarea requiere de los bancos centrales no solo capacidad analítica sino madurez de criterio para evaluar la naturaleza del riesgo.

*¿Deberían los bancos centrales intervenir también en la regulación y supervisión bancaria?* En muchos modelos, el banco central es meramente una autoridad monetaria, estando la regulación y supervisión bancaria a cargo de otro organismo. Las nuevas posturas sostienen que la crisis fue causada, al menos en parte, por una falta de coordinación y comunicación entre los bancos centrales y los supervisores y, en aras de la estabilidad financiera, la solución óptima es confiar la regulación y supervisión bancaria a los bancos centrales. El tema aún no ha sido resuelto, ya que no hay una única respuesta para todos los casos, como lo demuestra la diversidad de modelos regulatorios que existen. Cada país y cada banco central tendrán que resolverlo en función de sus propias circunstancias.

### Los bancos centrales y la estabilidad financiera

Si bien hay un amplio consenso en que la estabilidad financiera no es ni automática ni inevitable, el consenso es menor con respecto a si debe ser incluida expresamente en el mandato de los bancos centrales. Según algunos expertos, esto sería redundante, porque la estabilidad financiera es condición necesaria —aunque no suficiente— para lograr los objetivos convencionales del banco central respecto de la inflación, el producto y el empleo. Pero cada vez son más los que opinan que, a menos que se lo incluya expresamente en dicho mandato, el objetivo de estabilidad financiera podría quedar postergado.

Definir la estabilidad financiera en forma precisa, comprensible y mensurable resulta difícil. No obstante, conocemos ahora dos atributos de la inestabilidad financiera:

- Una excesiva volatilidad de las variables macroeconómicas como las tasas de interés y los tipos de cambio que tienen un impacto directo en la economía real.
- Instituciones y mercados financieros amenazados por la iliquidez al punto de comprometer la estabilidad sistémica.

¿Tienen los bancos centrales instrumentos para responder al mandato de preservar la estabilidad financiera? Uno de esos instrumentos es indudablemente la función de prestamista de última instancia. Durante la crisis, los bancos centrales inyectaron una enorme cantidad de liquidez para reactivar el sistema mediante el servicio de prestamista de última instancia. Si bien con ello se aportó liquidez a las diversas entidades, el mercado en sí se mantuvo ilíquido, lo que revela la limitación de este instrumento para combatir la iliquidez. El banco central puede inyectar liquidez, pero es difícil garantizar que el dinero barato y abundante disponible se usará para comprar activos cuyo valor se erosiona rápidamente. La única alternativa posible es que el banco central compre esos activos, lo que significa que este debe ser no solo el prestamista sino también el creador de mercado de última instancia. Estas cuestiones aún no han sido definidas con claridad, ni mucho menos resueltas, pero es preciso resolverlas pronto.

### Gestionar los costos y beneficios de la regulación

Para salvaguardar la estabilidad financiera, el Banco de Reserva de India usó una diversidad de medidas prudenciales, como la

fijación de normas de exposición y un ajuste preventivo de la ponderación de riesgo de los activos y los requisitos de provisión para pérdidas. Pero esas medidas suelen tener un costo. Posiblemente al ajustar la ponderación de riesgo se modere el flujo de crédito a ciertos sectores, pero un ajuste excesivo, prematuro o innecesario puede frenar el crecimiento. Análogamente, los límites de exposición brindan protección frente a la concentración de riesgos, pero pueden restringir la disponibilidad de crédito para sectores en un proceso importante de crecimiento. Como en el caso de la estabilidad de precios, los bancos centrales se enfrentan al desafío de gestionar la disyuntiva entre estabilidad financiera y crecimiento.

Después de una crisis, desde una óptica retrospectiva, todas las políticas conservadoras parecen seguras. Pero un conservadurismo excesivo puede frustrar el crecimiento y sofocar la innovación. La pregunta es, ¿qué precio estamos dispuestos a pagar, o —al revés— que beneficios potenciales estamos dispuestos a ceder, para hacer frente a la inesperada aparición de un cisne negro? La experiencia indica que equilibrar los costos y beneficios de la regulación es más una cuestión de buen criterio que de habilidad analítica. Los bancos centrales, especialmente los de los países en desarrollo, como India, deben perfeccionar su capacidad de criterio al trabajar para el crecimiento y la estabilidad financiera.

### Autonomía frente a rendición de cuentas

Durante la crisis, los gobiernos y los bancos centrales coordinaron sus esfuerzos para lanzar inéditas políticas fiscales y monetarias expansivas. Ahora que los países estudian abandonar esas políticas, resurgen las acostumbradas tensiones entre las políticas monetaria y fiscal. Un posible regreso a la dominancia fiscal podría socavar la independencia de los bancos centrales.

La responsabilidad por la estabilidad financiera debe ser compartida por el gobierno, el banco central y otros reguladores. Compartir esa responsabilidad no es en sí mismo un problema, pero plantea dos cuestiones relacionadas. La primera es que el rescate de instituciones financieras es un acto intrínsecamente político, y la participación en esas decisiones puede comprometer el prestigio tecnocrático de los bancos centrales. La segunda es el riesgo de que la coordinación con el gobierno para preservar la estabilidad financiera pueda propagarse a otros ámbitos de competencia de los bancos centrales, debilitando su independencia.

El argumento a favor de la independencia del banco central es cada vez más criticado a raíz de los acontecimientos generados por la crisis. Los bancos centrales deben abogar por su independencia no con argumentos de peso sino mediante esfuerzos voluntarios más vigorosos por demostrar transparencia, capacidad de respuesta y disposición a rendir cuentas.

Esta lista de temas pendientes dista de ser exhaustiva, ni se han considerado todos sus matices, pero los bancos centrales deben tratar de comprender mejor cómo comenzar a encarar estas cuestiones y sobre esa base adaptar y modificar la forma en que funcionan. ■

*Duvvuri Subbarao es Gobernador del Banco de Reserva de India.*