



Banco Central de Chile,
Santiago, Chile.

ESTO ya lo VIMOS

Luis I. Jácome

Asignar a los bancos centrales objetivos más allá del control de la inflación recuerda malas experiencias pasadas de América Latina. ¿Serán diferentes las cosas esta vez?

LA SEVERIDAD de la crisis financiera mundial alteró unas cuantas verdades económicas, incluido el consenso prácticamente unánime de que la responsabilidad primordial de los bancos centrales es controlar la inflación.

Varios críticos han culpado a los bancos centrales por no haber actuado para evitar la reciente crisis financiera mundial, en parte debido a que su acotado mandato les daba funciones limitadas para preservar la estabilidad financiera. A su vez, las acciones de los bancos centrales para evitar una recesión prolongada tras la crisis financiera han planteado preguntas acerca de si estos deberían ocuparse más del crecimiento y el empleo (no solo en situaciones de crisis, sino también en circunstancias normales).

El actual contexto de bajo crecimiento con poco riesgo de inflación aumenta la probabilidad de que se encomiende a los bancos centrales realizar tareas adicionales para mejorar el crecimiento económico y el empleo. Y las potenciales burbujas dan ímpetu a la noción de que a los bancos centrales les corresponde actuar para evitar otra crisis financiera. En realidad, algunos bancos centrales ya han emprendido las denominadas políticas macroprudenciales para fomentar la estabilidad del sistema financiero en general, y no solo la de determinadas instituciones financieras.

Si bien este debate se está dando en las economías avanzadas, indefectiblemente llegará a

América Latina. Hoy, los debates relativos a políticas se dan a nivel mundial. Es probable que la idea de asignar a los bancos centrales la responsabilidad de evitar crisis bancarias gane terreno en una región con una historia de inestabilidad financiera crónica, a la vez que la noción de pedir a los bancos centrales que contribuyan al crecimiento económico y al empleo también puede ser atractiva dado que se prevé que el crecimiento continúe siendo bajo, al igual que en el resto del mundo.

Sin embargo, asignar a los bancos centrales de América Latina múltiples responsabilidades es como volver al futuro. Muchos bancos centrales de América Latina tuvieron en algún momento varios mandatos, incluso preservar la estabilidad de los bancos y fomentar la actividad económica y el empleo; con frecuencia, los resultados fueron amargos. De modo que la historia brinda una perspectiva útil sobre cómo orientar las futuras políticas de los bancos centrales en América Latina. Después de todo, como dijo el conocido novelista estadounidense William Faulkner: “El pasado nunca está muerto. Ni siquiera es pasado”.

Un pasado diverso

La historia de los bancos centrales de América Latina puede dividirse en tres períodos: el inicial, a partir de los años veinte; la etapa de desarrollo, que comienza tras la Segunda Guerra Mundial; y los años dorados, a partir de los noventa (Jácome, 2015). En cada período, los bancos centrales

tuvieron distintos mandatos y marcos de políticas que generaron distintas tendencias de inflación. La Gran Depresión de los años treinta y el colapso del sistema de Bretton Woods a principios de los años setenta marcaron, cada uno, el comienzo de una nueva era para los bancos centrales de la región. Hoy, la crisis financiera mundial y la gran recesión parecen estar desempeñando un papel similar.

Los primeros bancos centrales fueron establecidos en América Latina cuando el patrón oro dominaba el sistema monetario internacional, entre ellos el Banco de Reserva del Perú (1922) y el Banco de la República de Colombia (1923). Chile y México establecieron sus bancos centrales en 1925, seguidos por Guatemala, Ecuador y Bolivia en 1926, 1927 y 1929, respectivamente. A los bancos centrales se les encomendaron tres objetivos clave: mantener la estabilidad monetaria, financiar al gobierno de forma limitada y ayudar a preservar la estabilidad bancaria.

Con el patrón oro, los bancos centrales se comprometían a preservar la convertibilidad de sus monedas a un tipo de cambio fijo a la vez que se permitía al capital entrar y salir libremente de sus economías (una cuenta de capital abierta). Los bancos centrales solo podían emitir billetes si contaban con respaldo en reservas internacionales (principalmente oro y divisas convertibles en oro).

Para fines de los años veinte, los efectos de la Gran Depresión se sentían en América Latina. A medida que las economías avanzadas caían en recesión, la demanda de materias primas disminuía. También disminuían los precios de exportación de las economías latinoamericanas, productoras principalmente de materias primas, lo que las llevó a una depresión. La situación se agravó dado que el capital abandonó la región para aprovechar las mayores tasas de interés reales en Estados Unidos.

Preservar el patrón oro se tornó imposible durante la Gran Depresión, y América Latina lo abandonó. Los bancos centrales ya no debían garantizar la convertibilidad de sus monedas nacionales, pero mantuvieron tipos de cambio fijos con el apoyo de controles para limitar la salida de capitales. Comenzó un período de transición en la actividad de los bancos centrales dado que la política monetaria se tornó expansiva para proveer crédito en gran escala a los gobiernos a fin de ayudar a restaurar la actividad económica. Los balances de los bancos centrales se expandieron rápidamente en países como Chile y especialmente Perú, donde el crédito al gobierno aumentó más de tres veces entre 1933 y 1938, y creció otro 300% en 1944 (véase gráfico 1). En México, los créditos al gobierno representaban cerca del 45% de los activos totales del Banco de México en 1940.

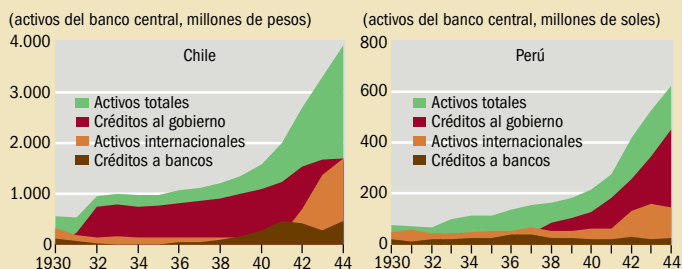
Adictos al financiamiento del banco central

Si bien en un principio fue necesario ampliar los balances de los bancos centrales para alejar a las economías latinoamericanas del abismo durante la Gran Depresión, los gobiernos se volvieron adictos a financiar el gasto por medio de sus bancos centrales. Finalmente, la expansión monetaria implícita en el financiamiento de los gastos de los gobiernos sembró las semillas de un elevado nivel de inflación en América Latina.

Gráfico 1

La subida del crédito

Durante y después de la Gran Depresión, los bancos centrales de países como Chile y Perú ampliaron de manera sustancial su financiamiento del gasto de gobierno.

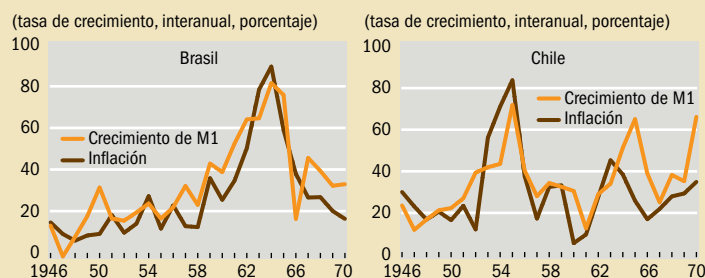


Fuentes: Banco Central de Chile y Banco Central de Reserva del Perú, informes anuales.

Gráfico 2

Arriba, arriba, y lejos

Tras la Segunda Guerra Mundial, la flexibilización de la política monetaria, adoptada para fomentar el desarrollo, causó un pronunciado aumento de la inflación en países como Brasil y Chile.



Fuente: Jácome (2015).

Nota: M1 = efectivo en circulación y en cuentas corrientes.

América Latina respaldó el sistema de Bretton Woods, establecido en 1945, en el cual los países se comprometían a mantener un tipo de cambio fijo (si bien era ajustable) con el apoyo de una mayor variedad de controles de capital. Al mismo tiempo, se modificaron drásticamente las áreas de responsabilidad de los bancos centrales dado que los gobiernos empezaron a desempeñar un papel decisivo en la formulación de la política monetaria. Las funciones de los bancos centrales se multiplicaron. Las principales funciones eran la regulación del dinero y el fomento del empleo en Argentina, y la promoción del desarrollo ordenado de la economía en Chile, Colombia y Perú. El Banco de México debía formular políticas monetarias, crediticias y cambiarias con tres objetivos: promover la estabilidad del poder adquisitivo del dinero, desarrollar el sistema financiero y lograr un crecimiento económico robusto. En la práctica, los bancos centrales se convirtieron en bancos de desarrollo y financiaron los sectores agrícola, industrial y de vivienda, así como también el déficit del gobierno. El resultado fue el aumento de la inflación.

El financiamiento del desarrollo económico por parte del banco central resultó ser incompatible con un tipo de cambio fijo. Las políticas monetarias laxas reactivaron la demanda agregada, pero también ocasionaron déficits en cuenta corriente que erosionaron las reservas internacionales, lo que condujo a crisis cambiarias y,

por último, a un aumento de la inflación, tal como se observa en el caso de Brasil y Chile (véase gráfico 2).

Después del colapso del sistema de Bretton Woods a principios de los años setenta y la creciente flexibilización de los tipos de cambio en el mundo, la inestabilidad macroeconómica y la agitación política empeoraron en América Latina. Un nuevo período de transición comenzó para la banca central a medida que la política monetaria se ajustaba a una inflación galopante, adaptándose a los aumentos de precios, en lugar de resistirlos restringiendo la cantidad de dinero disponible. Pero no mucho tiempo después del colapso de Bretton Woods, un pronunciado aumento de los precios del petróleo cambió la situación drásticamente.

La cantidad de efectivo dando vueltas en el sistema financiero internacional aumentó considerablemente a medida que los países exportadores de petróleo invertían sus nuevas riquezas. Muchos de los llamados petrodólares llegaron a América Latina. Esta afluencia de capital brindó una gran cantidad de financiamiento externo a la región (principalmente mediante préstamos bancarios denominados en dólares). Pero esta fuente de financiamiento no duró mucho. A principios de los años ochenta, los capitales que habían entrado comenzaron a salir debido a la contracción de la política monetaria y al aumento de las tasas de interés en las economías avanzadas (en un momento en que la mayoría de los países de América Latina habían acumulado considerables déficits presupuestarios, desequilibrios de cuenta corriente y deuda externa). Esta situación desencadenó grandes devaluaciones, lo que dificultó el repago de las obligaciones denominadas en dólares de empresas, bancos y gobiernos, y llevó la inflación por las nubes. Durante esta década la política monetaria permitió un elevadísimo nivel de inflación.

Un giro en la política

Los años noventa en América Latina marcaron un punto de inflexión para la política monetaria. Tras más de 50 años de agobiar a los bancos centrales con múltiples objetivos, los gobiernos les confirieron independencia política y operativa para permitir que las instituciones se concentraran primordialmente —y a veces de modo exclusivo— en contener la inflación. Uno a uno, los países aceptaron que la principal contribución de la política monetaria al crecimiento económico consistía en lograr y mantener un nivel de inflación bajo y estable, dado que reducía la incertidumbre en la toma de decisiones por parte de consumidores e inversionistas.

Chile dio inicio a la tendencia en 1989, y en la década que siguió la mayoría de los países latinoamericanos aprobaron nuevas leyes en las que la independencia del banco central era el eje de las reformas para evitar el sesgo inflacionario de las influencias políticas sobre la política monetaria. Rompiendo con el pasado, se restringió e incluso prohibió el financiamiento del gobierno (la principal causa histórica de inflación). Los países también introdujeron, en la mayoría de los casos, flexibilidad cambiaria para permitir que el tipo de cambio absorbiera los shocks externos. Además, a partir de la segunda mitad de los años ochenta, muchos países dieron inicio a reformas estructurales

en sus economías para orientarlas más al mercado. Esos cambios estructurales (tales como la reforma comercial, que abrió a las economías a la competencia externa) también ayudaron a reducir la inflación.

A medida que la inflación disminuyó a niveles de un dígito a fines de los años noventa y primeros años de la década siguiente, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú adoptaron un régimen de metas de inflación (usualmente mediante la gestión de la política monetaria por medio del ajuste de sus tasas de interés a corto plazo para dar señales de la orientación de la política monetaria y empujar las expectativas de inflación hacia la meta preanunciada). La credibilidad de los regímenes de metas de inflación aumentó con el tiempo a medida que los bancos centrales cumplieron con sus promesas. Al generar credibilidad se reforzó la eficacia de la política monetaria, dado que los participantes del mercado mantuvieron sus expectativas de inflación en consonancia con las metas de los bancos centrales.

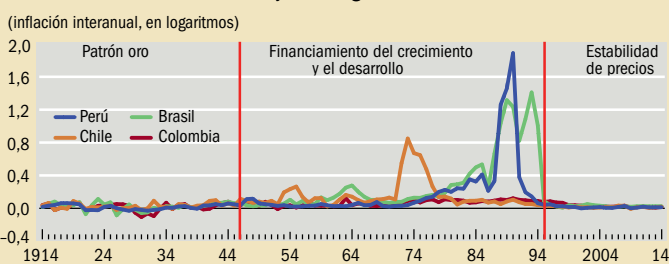
Las reformas institucionales de los bancos centrales fueron decisivas para hacer de los últimos 15 años el mayor período de estabilidad de precios en América Latina desde los años cincuenta. Este logro se sustentó en cuatro pilares principales: la independencia política y operativa de los bancos centrales, la rendición de cuentas de los bancos centrales, tipos de cambio flexibles y cuentas de capital abiertas, junto con una política fiscal disciplinada.

Crisis financiera mundial

¿Acaso la Gran Recesión generará un debate en América Latina sobre una nueva era para la banca central, tal como ocurrió en las economías avanzadas? Puede que la idea de ampliar el mandato de los bancos centrales sea bien recibida en América Latina. La responsabilidad por la estabilidad financiera puede verse como un complemento natural del papel del banco central como prestamista de última instancia para evitar crisis financieras sistémicas. Es probable que la función adicional relativa a la estabilidad financiera lleve a los bancos centrales de América Latina a ser los responsables de la política macroprudencial.

Gráfico 3
Un camino difícil

América Latina lidió con altísimos niveles de inflación por años, hasta que esta comenzó a atenuarse en 1994, y se la logró contener en 2000.



Fuente: Jácome (2015).

Nota: La historia monetaria de América Latina durante el último siglo puede dividirse en tres etapas. Antes de la Segunda Guerra Mundial, que se vio dominada en mayor parte por el patrón oro, la inflación fue baja pero volátil. En los 50 años posteriores a la Segunda Guerra Mundial, cuando se recurrió a muchos bancos centrales para financiar el gasto de los gobiernos y proyectos de desarrollo, la inflación finalmente se disparó. Tras 1995, cuando contener la inflación se convirtió en la meta de la mayoría de los bancos centrales, los aumentos de precios disminuyeron. El empleo de una escala logarítmica comprime el rango de datos a la vez que representa su alcance. Para tener en cuenta todo año de inflación negativa, el crecimiento interanual se calcula como $1 +$ el índice de inflación de cada año. El máximo índice anual en el gráfico es 7.462%.

Esta es una reforma institucional plausible dado que permitiría a los países beneficiarse del conocimiento técnico de los bancos centrales en la evaluación de riesgos macroeconómicos y financieros, y pondría las difíciles decisiones macroprudenciales en manos de una institución con independencia política. Sin embargo, también hay potenciales costos. En particular, los bancos centrales podrían ser vistos como instituciones demasiado poderosas regidas por autoridades que no han sido electas, lo que podría reforzar el denominado déficit de democracia alegado en el pasado contra la independencia de los bancos centrales. Aún más, la independencia de los bancos centrales también podría cuestionarse si hubiera otra crisis financiera pese al nuevo mandato. La rendición de cuentas de los bancos centrales también podría debilitarse dado que es difícil cuantificar el objetivo de estabilidad financiera. El reto para los países latinoamericanos consiste en diseñar instituciones y marcos de políticas que preserven la estabilidad financiera sin socavar la credibilidad de la política monetaria (Jácome y Mancini-Griffoli, 2014).

Las razones para responsabilizar a los bancos centrales de América Latina por el crecimiento económico y el empleo no son tan claras. Los bancos centrales no pueden influir de modo constante sobre el crecimiento económico y el empleo, dado que su actividad económica depende mucho de factores externos (tales como la demanda de materias primas) en el corto plazo y de cambios estructurales para mejorar la productividad y fomentar el empleo a largo plazo. Así, añadir el crecimiento y el empleo a las responsabilidades de los bancos centrales podría poner en riesgo la eficacia de la política monetaria y hacer de la rendición

de cuentas un proceso engorroso, especialmente si la inflación y el crecimiento se convierten en objetivos contrapuestos.

Como alternativa, algunos bancos centrales de América Latina ya han asignado más peso al producto en sus cálculos de políticas, sin una ampliación explícita de sus mandatos. Así, procuran atenuar las fluctuaciones cíclicas a corto plazo, para ayudar al empleo y proteger la estabilidad financiera.

Los bancos centrales de América Latina tardaron unos 80 años en lograr una inflación baja y estable, que mejoró el bienestar de sus países. Fue una travesía larga y difícil durante la cual los bancos centrales probaron distintos mandatos y políticas mientras muchos países experimentaban largos períodos de alta inflación (véase gráfico 3). Los acontecimientos futuros no necesariamente conllevarán un retorno a una inflación elevada o a la hiperinflación, pero existe el riesgo de que al asignar a los bancos centrales responsabilidades que no puedan cumplir con eficacia se socave la independencia política y la credibilidad que tanto les costó lograr. El resultado sería la estabilidad de precios al costo de mayores tasas de interés y un menor crecimiento económico. ■

Luis I. Jácome es Subjefe de División en el Departamento de Mercados Monetarios y de Capital del FMI.

Referencias:

Jácome, Luis I., 2015, "Central Banking in Latin America: From the Gold Standard to the Golden Years", *IMF Working Paper 15/60* (Washington: Fondo Monetario Internacional).

—, y Tommaso Mancini-Griffoli, 2014, "Un mandato más amplio", *Finanzas & Desarrollo*, vol. 51, No. 2.



COLUMBIA | SIPA

School of International and Public Affairs

PROGRAM IN ECONOMIC POLICY MANAGEMENT (PEPM)

Confront global economic challenges with the world's leading economists, policymakers, and expert practitioners, including Jagdish Bhagwati, Guillermo Calvo, Jan Svejnar, Andrés Velasco, and many others.

A 12-month mid-career Master of Public Administration focusing on:

- rigorous graduate training in micro- and macroeconomics
- emphasis on the policy issues faced by developing economies
- option to focus on Economic Policy Management or International Energy Management
- tailored seminar series on inflation targeting, international finance, and financial crises

The 2016–2017 program begins in late May of 2016. Applications are due by January 5, 2016.

pepm@columbia.edu | 212-854-6982; 212-854-5935 (fax) | sipa.columbia.edu/pepm
To learn more about SIPA, please visit: www.sipa.columbia.edu