

RESPUESTA DEL BANCO CENTRAL FRENTE A UNA CRISIS FINANCIERA GLOBAL Y A UNA BURBUJA EN EL MERCADO DE ACTIVOS

Por: Fernando Tenjo y José Darío Uribe¹

1. INTRODUCCIÓN

Cuando se observa el panorama económico mundial, uno de los hechos que salta a primera vista es la aparente similitud en la respuesta de los bancos centrales a la crisis global. Ante la evidencia de la fuerte desaceleración de la actividad productiva y la disminución o ausencia de presiones inflacionarias, las autoridades monetarias de un gran número de países han optado por reducir las tasas de interés de política, en algunos casos hasta niveles nominales cercanos a cero.

No obstante, al analizar en mayor detalle la respuesta de los bancos centrales a la crisis global se encuentran importantes diferencias. Entre estas sobresalen las existentes entre las acciones de política monetaria de los bancos centrales de los países industrializados, incluyendo los de los países que han sido el centro de la crisis financiera, y la respuesta de los bancos centrales de las economías emergentes de América Latina y algunas otras regiones.

¹ Codirector y Gerente General del Banco de la República. Ponencia presentada en el Seminario “Más allá de la crisis financiera”, organizado por el Banco de la República y el Fogafin. Bogotá, mayo 28 de 2009.

En particular, los bancos centrales de los países industrializados con crisis financiera, o con fuerte contagio, redujeron de manera abrupta la tasa de interés de intervención y adaptaron sus políticas de provisión de liquidez a una situación de pánico financiero. Así mismo, los del G10, teniendo en cuenta la fuerte interdependencia entre los sistemas financieros de los países desarrollados, coordinaron en octubre de 2008 una reducción de tasas de interés y algunos hicieron alianza con la Reserva Federal de los Estados Unidos para tener acceso a liquidez en dólares a cambio de colateral en su moneda local.

Por su parte, aunque la respuesta del banco central de Chile se asemeja a la de algunos países industrializados, en el resto de las economías grandes de América Latina la reducción en las tasas de interés ha sido gradual. Esto se explica por una variedad de factores, entre los cuales se encuentran la disminución paulatina de la inflación y sus expectativas, la baja probabilidad de deflación, la relativamente moderada desaceleración de la actividad productiva y la ausencia de crisis financiera. Sin embargo, al igual que en algunos industrializados, países como Brasil y México enfrentaron problemas de liquidez en dólares luego de la quiebra de Lehman Brothers y realizaron operaciones “swap” de monedas con la Reserva Federal de los Estados Unidos.

Las interpretaciones que se han dado a estas respuestas de los bancos centrales han sido en algunos casos, por decir lo menos, curiosas. Por ejemplo, se ha afirmado con cierto facilismo que los bancos centrales están rompiendo paradigmas existentes (la ortodoxia) y reinventando la política monetaria. Se ha dicho también que los principios básicos del esquema de inflación objetivo que han guiado a muchos bancos centrales en el pasado reciente son en parte los causantes de la crisis y deben ser revisados.

2. LA FUNCIÓN DE PRESTAMISTA DE ÚLTIMA INSTANCIA

Como es conocido, la crisis *subprime* impactó fuertemente a los mercados financieros internacionales, al reducir, y en algunos casos desaparecer, la liquidez en varios de ellos. La incertidumbre sobre el riesgo crediticio de las contrapartes y sobre la calidad del colateral restringió las transacciones y produjo en los mercados monetarios de muchos países un fuerte incremento en los *spread*. En muchos mercados monetarios de corto plazo, incluso de países poco expuestos a los llamados activos tóxicos, los *spread* entre la tasa de interés a un día y las tasas a 90 y 180 días subieron varios puntos porcentuales.

La respuesta de los bancos centrales de los países más afectados tuvo un buen número de elementos comunes: se redujo rápidamente las tasas de interés; se suministró amplia liquidez y se preparó el sistema para recibir cantidades de efectivo superior a las normales; se amplió la clase de activos para hacer operaciones de mercado abierto o recibir asistencia de última instancia; se prestó recursos a mayor plazo con base en colaterales y, en algunos casos, se ofreció moneda extranjera de las reservas a cambio de la moneda local.

En términos generales, y acomodándose a las condiciones y complejidades cambiantes de los sistemas financieros, la respuesta de los bancos centrales de los países industrializados a los primeros síntomas o manifestaciones de la crisis ha seguido los principios tradicionales propuestos en 1873 por Walter Bagehot. Según este autor, para evitar que la pérdida de confianza lleve a que un problema de liquidez se convierta innecesariamente en otro de insolvencia y se cree un pánico generalizado, los bancos centrales deben prestar ilimitadamente, y a altas tasas (lo cual en algunos países no se siguió), a todos aquellos que tengan un buen colateral.

La situación ha sido distinta en los países emergentes de América Latina y otras regiones. Debido a la fortaleza que han mostrado hasta el momento sus sistemas financieros, los bancos centrales no han tenido que ejercer su función tradicional de prestamista de última instancia y su respuesta a la crisis global ha sido esencialmente la rebaja de las tasas de interés ya mencionada. Sin embargo, como se dijo antes, en algunos casos han sido proveedores de última instancia de liquidez en moneda extranjera, interviniendo en los mercados cambiarios, realizando *swaps* de monedas con el sector privado y apoyando entidades expuestas a problemas en los mercados de derivados.

En Colombia, el Banco de la República y su Junta Directiva cuenta con un marco general de prestamista de última instancia que fue refinado y puesto a prueba en la crisis financiera de fines del siglo pasado. Este marco se ha revisado periódicamente a la luz de la experiencia de otros países y los avances en la teoría económica y, hasta el momento, no hemos visto la necesidad de mayores modificaciones.

No se trata, sin embargo, de esperar a que se genere una situación de inestabilidad financiera para responder con medidas de política. Teniendo presente otro principio de Bagehot según el cual “el crédito o la confianza es generada por las circunstancias y cambia

con las circunstancias”, los bancos centrales deben estar en alerta permanente y hacer monitoreo de los mercados. Por esa razón, luego de la quiebra de Lehman Brothers, y frente a las dudas sobre las necesidades de liquidez en el mercado colombiano que ella generaba, el Banco de la República suministró abundante liquidez mediante operaciones de mercado abierto, la compra de títulos de deuda pública y la rebaja en los encajes bancarios. Además, reconociendo que “solo la experiencia puede decir qué monto de reservas crea confianza” (Bagehot), la liquidez primaria suministrada por el Banco de la República a partir del 15 de septiembre de 2008 fue tan abundante que, incluso en algunos momentos, la tasa de interés interbancaria se situó cerca de 100 puntos básicos por debajo de la tasa de interés de política.

3. LA CRISIS: ¿INTERRUPCIÓN DEL CRECIMIENTO O UNA FASE DEL CICLO?

Si no hay mucho de heterodoxo en la función de prestamista de última instancia de los bancos centrales en respuesta a la crisis (excepto, tal vez, en los Estados Unidos) ¿qué puede decirse de quienes hablan de la necesidad de redefinir la política monetaria a partir de principios totalmente nuevos?

No hay duda de que siempre es posible aprender de las enseñanzas que van dejando las crisis. Tampoco hay duda que los bancos centrales en general, y el Banco de la República en particular, deben periódicamente revisar sus estrategias de política con base en la experiencia y las enseñanzas de la teoría económica. Esto con el fin de contribuir a que la economía tenga ciclos menos pronunciados y disminuya la probabilidad de que enfrente situaciones de crisis financiera y desaceleración abrupta de la actividad económica.

Dejando de lado fluctuaciones económicas extremas, creadas usualmente por errores de política en los períodos de auge o caída de la economía, un buen punto de partida para el ejercicio planteado en el párrafo anterior, es adaptar la concepción de las crisis a lo que es el desempeño normal de una economía de mercado. Estas tienen fases cíclicas de auge y caída debido, en buena parte, a la naturaleza pro-cíclica de las percepciones de riesgo de la gente, en un contexto de racionalidad limitada e información imperfecta, y en algunos casos a choques externos.

Más específicamente, comprender que en toda economía de mercado hay ciclos en que las fases de auge son seguidas de etapas de menor crecimiento, trae retos a las autoridades económicas en general, y a los bancos centrales en particular. Estos retos trascienden la simple respuesta a las crisis una vez ellas se manifiestan. Tienen que ver con la posibilidad de prevenir crisis profundas y amortiguar sus efectos al actuar de manera oportuna sobre los factores y comportamientos que llevan a crecimientos insostenibles. Como se dice con frecuencia, pero muchas veces se olvida, las semillas de las crisis económicas y financieras se siembran siempre en los períodos de auge.

A la naturaleza pro-cíclica de las economías de mercado se agrega el hecho de que las medidas de política de los bancos centrales se transmiten principalmente a través del sistema financiero. Además, los bancos centrales tienen responsabilidades de prestamista de última instancia y participan activamente en el desarrollo y funcionamiento de los sistemas de pagos. La tarea de prevención de las crisis por parte de la autoridad monetaria tiene, al menos, tres elementos básicos que se describen a continuación:

Primero, la búsqueda y preservación de un sistema financiero que sea estable y cumpla sus funciones básicas de manera eficiente. Segundo, la focalización del banco central en los aspectos macroeconómicos de la estabilidad financiera y, en particular, en las instancias de riesgo sistémico, lo que complementa las labores tradicionales de regulación y de supervisión de las entidades individuales por parte de los entes correspondientes. Tercero, el carácter prudencial de las medidas, buscando evitar la toma excesiva de riesgos y acumular, en el auge, activos que puedan ser utilizados en las destorcidas.

En pocas palabras, los bancos centrales deben jugar un papel importante de carácter macroprudencial. Esto, por supuesto, va mucho más allá del tema de la respuesta de los bancos centrales a las burbujas de precios de los activos. Estas últimas son solo uno de los varios ingredientes que llevan a que las economías tengan desequilibrios financieros que eventualmente terminen en crisis. Los otros elementos incluyen, por ejemplo, la dinámica del crédito y de los agregados monetarios y las brechas, externa y del producto.

4. INFLACIÓN OBJETIVO AMPLIADA: IDEA BÁSICA Y APLICACIÓN EN COLOMBIA

Consideraciones como las anotadas en la sección anterior han llevado a algunos analistas a sugerir que los bancos centrales asuman su responsabilidad en la estabilidad financiera mediante acciones de carácter macro-prudencial. Este esquema de política, que ha comenzado a conocerse como **inflación objetivo ampliado**, significa el rompimiento con dos de los principios que caracterizaron la política monetaria de la Reserva Federal de los Estados Unidos en el pasado reciente.

El primero es el de suponer que la estabilidad financiera se consigue al mismo tiempo y con los mismos instrumentos que la estabilidad monetaria y de precios. Esto lleva a que la autoridad monetaria responda con ajustes al alza en las tasas de interés sólo cuando existan presiones o desviaciones indeseadas de la inflación al consumidor. En consecuencia, no se actúa frente a burbujas de precios de activos, en parte también porque se consideran imposibles de identificar ex ante, ni frente a dinámicas crecientes del crédito y los agregados monetarios, o déficit externos. Todos estos elementos, sin embargo, pueden estar indicando la existencia de desequilibrios financieros.

El segundo es que la acción de la política de los bancos centrales debe ser asimétrica frente a las distintas fases del ciclo económico. Así, en la fase alta del ciclo, siempre y cuando no se observen presiones inflacionarias a nivel del consumidor, no se “nada contra la corriente”. En contraste, cuando las cosas cambian y se entra en una fase de rápido deterioro de la economía, se responde agresivamente con descensos pronunciados de las tasas de interés que amortigüen los efectos de la caída.

Por lo tanto, en la estrategia de inflación objetivo ampliada, la política monetaria responde de forma simétrica, no solo a desviaciones de la inflación proyectada frente a la meta, sino también a factores que comprometen la estabilidad financiera.

En las economías emergentes, las adiciones discutidas al esquema de inflación objetivo pasan por consideraciones de especial complejidad. Estas dificultades resultan, entre otros factores, de los lazos de las economías con los mercados financieros internacionales, del bajo desarrollo de los mercados financieros y locales, y de características particulares en los

procesos de formación de precios. En consecuencia, además de contemplar la necesidad de aumentar las tasas de interés en contextos en que no hay presiones inflacionarias evidentes, la estrategia de inflación objetivo debe hacer especial énfasis en los aspectos macroprudenciales ya mencionados (por ejemplo, tratar de impedir, aún con medidas de carácter regulatorio, la toma excesiva de riesgos) y acumular en el auge activos en forma de “colchón” para ser utilizados luego en la fase descendente del ciclo económico.

La respuesta de política monetaria del Banco de la República en el pasado reciente es un buen ejemplo de la aplicación de un esquema ampliado de inflación objetivo. Se construyó a partir de algunos elementos heredados de quienes nos antecedieron en la Junta y de las enseñanzas de las crisis financieras en Colombia y el mundo. Las lecciones incluyen los peligros de periodos de euforia que lleven a burbujas de precios de activos y a crecimientos súbitos en los agregados monetarios y el crédito; a las amenazas provenientes de los descalces cambiarios y de plazos; al carácter pro-cíclico de los sistemas financieros y sus dificultades para auto-regularse; a las bondades de la flexibilidad cambiaria y la acumulación ordenada de reservas internacionales, a la importancia de mantener ancladas las expectativas de inflación.

Todas las lecciones aprendidas de la experiencia colombiana tuvieron como contrapartida algún tipo de acciones de política. En primer lugar, la inflación baja y estable ha sido siempre el eje de la función de reacción de la política monetaria. A partir de abril de 2006, la Junta reaccionó al fuerte crecimiento del gasto y del endeudamiento que se estaba alimentando de las cuantiosas entradas de capital extranjero y de un mercado de crédito muy dinámico. Esto con el fin de contener futuras presiones inflacionarias y mantener ancladas las expectativas, así como el de contribuir a la estabilidad del sistema financiero en la medida que la volatilidad de la inflación y las expectativas se transmiten a las tasas de interés de mediano y largo plazo. El incremento en las tasas fue de 400 puntos básicos a través de un proceso de ajuste escalonado, partiendo de un nivel de 6% en abril de 2006 hasta llegar a 10% en julio de 2008.

En segundo lugar, se estableció el encaje marginal y se complementó con la reactivación del requisito de depósito sobre los préstamos externos. Con ello se buscó moderar el ritmo de endeudamiento del sector privado, restringiendo directamente el comportamiento de los agentes en materia de toma de riesgos. Así mismo, se trató de acelerar la transmisión de la

política monetaria al crédito y al gasto. Todo con el fin de combatir las presiones inflacionarias y evitar la profundización de desequilibrios financieros.

Adicionalmente, se mantuvo la flexibilidad cambiaria para desincentivar la toma excesiva de riesgo cambiario por parte de los residentes, al tiempo que se acumularon cantidades importantes de reservas internacionales. La liquidez internacional en manos del banco central se ha visto siempre como un “colchón” para enfrentar choques externos negativos, en particular en lo que tiene que ver con el endurecimiento de las condiciones de acceso a financiamiento externo, y como una herramienta para disminuir la probabilidad de ataques especulativos contra la moneda local y facilitar ajustes ordenados de la tasa de cambio.

Es posible, también, que la compra de reservas, en particular las realizadas en 2008, hayan combatido el desalineamiento persistente de la tasa de cambio frente a lo que podría considerarse un nivel de equilibrio. En la misma dirección operó el requisito de depósito no remunerado a los flujos de endeudamiento e inversiones de portafolio (éste último impuesto por el Gobierno Nacional). Como es conocido, estos desalineamientos inducen comportamientos de los agentes económicos que llevan a descalces cambiarios en sus balances, al excesivo endeudamiento externo y a miopía de los consumidores y productores en sus decisiones de consumo e inversión, todo lo cual implica una ineficiente asignación intertemporal de recursos en la economía.

Por último, desde hace un buen número de años, existen normas en Colombia que limitan los descalces cambiarios y de plazos en moneda extranjera de los intermediarios financieros. Así mismo, en 2007, durante la etapa de auge y fuertes entradas de capitales se tomaron medidas que protegían adicionalmente al sistema financiero de los riesgos cambiario y de contraparte en los mercados de derivados de tasa de cambio.

Simultáneamente, la Superintendencia Financiera instauró los sistemas de administración de riesgo crediticio y elevó las provisiones de los bancos. Estas medidas contribuyeron a controlar el crecimiento exagerado del crédito y reforzaron la solidez de los bancos. En 2009, y bajo sugerencia de la Superintendencia, los bancos y otras entidades financieras reforzaron su solvencia y anticiparon la fase de contracción del ciclo haciendo una reserva patrimonial con parte de las utilidades obtenidas en 2009.

Los resultados de este conjunto de medidas monetarias y macro-prudenciales fueron la contención del excesivo crecimiento del gasto y el endeudamiento, el control de las expectativas de inflación en presencia de fuertes choques negativos de oferta, el límite a los descalces de monedas y plazos y el fortalecimiento del sistema financiero. De manera conjunta se tomaron medidas que contribuyeron a preservar la estabilidad financiera y de precios.

De igual importancia, las acciones de política tomadas han permitido que la política monetaria haya actuado de manera anti-cíclica muy pronto después del pánico financiero desatado por la quiebra de Lehman Brothers. La tasa de cambio ha flotado libremente, compensando parcialmente los efectos adversos del deterioro de la economía mundial sobre los ingresos por exportaciones y remesas. La tasa de interés de política se ha reducido en 400 pbs. desde diciembre de 2008. El encaje marginal y el requisito de depósito sobre el endeudamiento externo fueron desactivados en el segundo semestre de 2008. Todo esto ha sido posible porque se contuvieron las expectativas de inflación y se limitaron los descalces de monedas.

5. CONCLUSIÓN: UN MARCO ADECUADO PARA LAS ACCIONES MACRO-PRUDENCIALES

Hacia delante, el Banco de la República y su Junta Directiva avanzarán en la valoración de las medidas de carácter preventivo y orientación macroeconómica adoptadas con éxito durante la fase alta del ciclo económico. Conjuntamente con la evaluación de la forma como el esquema de inflación objetivo tradicional permitió responder y absorber los choques de precios relativos de los años recientes, esto permitirá dar pasos importantes en la dirección de una política monetaria que contribuya de mejor manera a la estabilidad y la sostenibilidad del crecimiento económico del país.

Con seguridad, para avanzar en la dirección deseada se requiere refinar nuestro marco institucional, dado que la prevención de riesgos sistémicos y la garantía de una economía estable trasciende el alcance de la política monetaria. Este marco no necesariamente exige leyes que revisen y limiten funciones, o que introduzcan regulaciones que asfixien a los agentes económicos en un mar de prohibiciones. Se requiere simplemente trabajar en un acuerdo de entendimiento entre el Banco Central y el Gobierno Nacional que permita

es la dirección en que están trabajando países industrializados como Inglaterra. En este campo, nosotros podemos aprender de ellos.