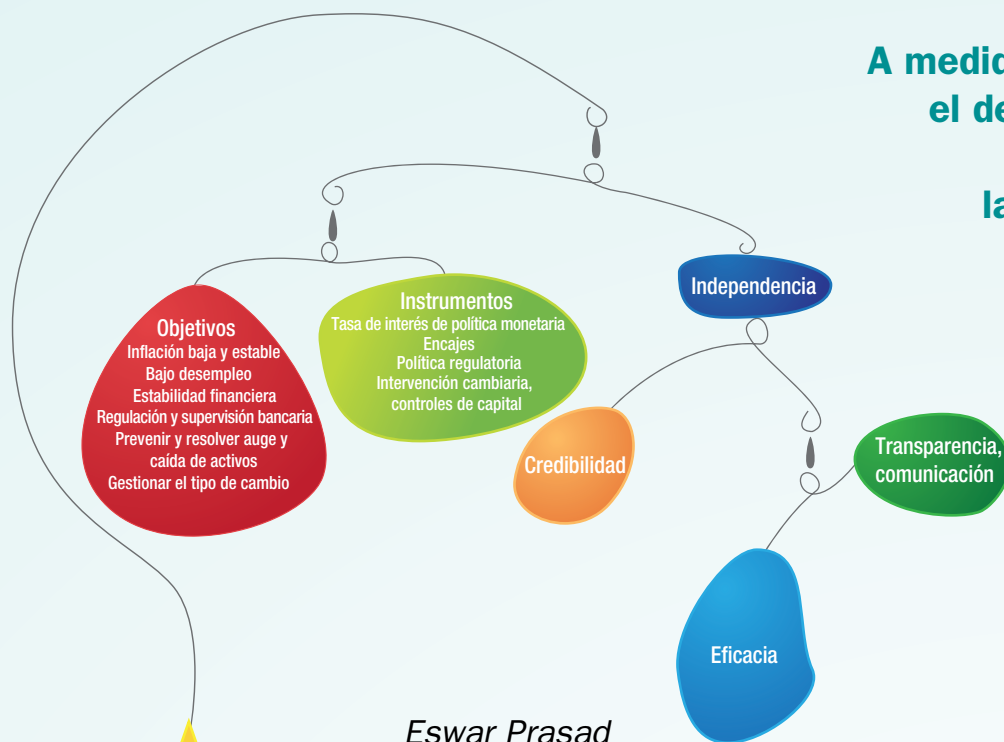




# Tras la caída

A medida que se intensifica el debate sobre la mejor forma de manejar la política monetaria, se desvanece la otrora marcada diferencia entre las economías avanzadas y emergentes



Eswar Prasad

**M**IENTRAS la economía mundial reflexiona sobre las lecciones que deja la crisis, ha estallado un encarnizado debate acerca de conceptos relativos a la banca central que se creía definidos desde hace mucho tiempo (Godfriend, 2007). El papel y el mandato apropiados de los bancos centrales son hoy objeto de análisis en todo el mundo.

La globalización ha expuesto más a las economías, tanto avanzadas como de mercados emergentes, a los shocks externos. La creciente apertura comercial y los flujos financieros amplían los canales para que esos shocks se propaguen de un país a otro, aumentando también la carga sobre la política monetaria. Ahora es mucho más difícil para un banco central usar instrumentos como la variación de las tasas de interés para lograr objetivos en el ámbito interno; los flujos de capital a nivel mundial pueden dificultar mucho la gestión de la política monetaria, especialmente en las economías con sistemas financieros poco profundos. Sin embargo, la política moneta-

ria está ganando importancia como primera línea de defensa contra los shocks externos y las caídas del sistema financiero porque puede ser mucho más ágil y flexible que otros instrumentos de política macroeconómica.

Se ha generado así un intenso debate acerca del marco correcto para la política monetaria, el alcance apropiado de los objetivos del banco central y el grado óptimo de independencia de esta entidad. Un resultado notable de la crisis ha sido la convergencia observada en la naturaleza de los debates acerca de la banca central en economías que atraviesan etapas diferentes de desarrollo económico e institucional.

Se considera que los bancos centrales de los países de mercados emergentes van a la zaga de los de las economías avanzadas, en cuanto al rigor de sus marcos operativos y también en sofisticación y transparencia, pero de hecho han salido de la crisis mucho mejor parados que los segundos. Tener mercados financieros menos sofisticados y ejercer una prudencia regulatoria mucho mayor demostró ser una ventaja, lo que suscitó algunos giros interesan-

tes en los debates acerca de las políticas monetarias y regulatorias adecuadas para los mercados emergentes (Gill, Kanpur y Prasad, 2009). Es conveniente comenzar por repasar algunos principios generales aplicables a todos los tipos de economías.

### Las metas de inflación en la mira

En las últimas dos décadas, las metas de inflación se han convertido en el marco preferido de la política monetaria para la mayoría de las economías avanzadas. Varios bancos centrales de países de mercados emergentes han adoptado marcos cuya prioridad es mantener la inflación en un nivel objetivo o dentro una banda determinada, y muchos otros ya han avanzado en esa dirección. El régimen ha probado ser útil para mantener la estabilidad de precios y anclar las expectativas inflacionarias.

Pero las metas de inflación son ahora blanco de duras críticas tras la crisis financiera mundial. Los banqueros centrales de las economías desarrolladas están hoy en la picota por concentrarse demasiado en la estabilidad de precios, ignorar las burbujas de los mercados de activos y no prevenir la peor crisis de toda una generación.

Aunque muchos mercados emergentes sortearon la crisis relativamente bien, los bancos centrales de ese grupo que fijan metas de inflación también se ven frente a presiones para abandonarlas. Sus críticos sostienen que ese marco podría ser pernicioso para dichas economías si su cumplimiento significa desatender las fuertes fluctuaciones del tipo de cambio y los ciclos de auge y caída de los mercados de acciones y de la vivienda.

Un argumento más radical esgrimido por algunos banqueros centrales de países de mercados emergentes es que una inflación baja no es necesaria ni suficiente para la estabilidad financiera. El hecho de que se acumularan enormes tensiones en los mercados financieros en muchas economías avanzadas en un momento de baja inflación y crecimiento estable obliga a considerar con seriedad ese punto de vista.

### Burbujas de los mercados de activos

Las burbujas de precios en los mercados inmobiliario y bursátil pueden tener efectos destructivos para los mercados financieros y la economía cuando finalmente estallan. Esta realidad parece legitimar el argumento de que los bancos centrales no pueden ignorarlas y que un marco estrecho que restrinja su capacidad de tomar medidas preventivas contra ellas está condenado al fracaso. Pero hay aquí un problema importante: detectar esas burbujas en tiempo real resulta difícil, y dista mucho de ser obvio que la política monetaria sea el instrumento correcto para desactivarlas antes de que crezcan demasiado.

La visión purista sobre la política monetaria es que, en tanto los banqueros centrales tengan el modelo macroeconómico correcto para la inflación, las burbujas de activos deberían incorporarse dentro del marco de metas de inflación. Un auge de los activos aumenta la riqueza financiera de los hogares y las empresas, haciéndoles sentir más ricos y gastar más. El consiguiente incremento de la demanda agregada elevaría la inflación, lo que a su vez provocaría una respuesta de política. Es decir, los bancos centrales automáticamente evitarían las burbujas de activos tomando medidas de política monetaria. Sin embargo, aun cuando los bancos centrales tuvieran el modelo

correcto, los precios de los activos podrían trepar rápidamente y luego sufrir caídas destructivas antes de que sus consecuencias en la demanda agregada se hicieran evidentes.

Una postura intermedia es la que sostiene que las burbujas alimentadas por una política monetaria laxa —como las del mercado inmobiliario de Estados Unidos— deberían ser controladas por la política monetaria, mientras que otras —como la de las empresas tecnológicas a comienzos de la década de 2000— deberían resolverse mediante políticas regulatorias o bien debería permitirse que sigan su curso. El problema de este enfoque es la dificultad de detectar e impedir la formación de burbujas, por no hablar de adivinar sus causas.

Como quiera que se resuelva este debate, tras la crisis les será difícil a los bancos centrales ignorar los precios de los activos, aun cuando no les fijen metas formales de ninguna clase. De hecho, un mandato explícito de estabilidad financiera les exigirá gestionar esos precios. En la última crisis, por ejemplo, la caída de los precios de la vivienda en Estados Unidos puso a todo el sistema financiero casi al borde del colapso. Algunos banqueros centrales incluso sostienen que preservar la estabilidad financiera está tan estrechamente ligado a los objetivos normales de política monetaria que es imposible separar las dos funciones (Blinder, 2010).

Esta “expansión gradual del mandato” de los bancos centrales podría generar complicaciones. Si se usan instrumentos regulatorios para manejar las burbujas de activos y garantizar la estabilidad financiera y se emplea al mismo tiempo la política de tasas de interés para manejar la inflación, esta política podría afectar la situación de las instituciones financieras de las cuales el banco central es responsable. Las bajas tasas de interés de política monetaria favorecen las utilidades de los bancos porque les dan acceso a dinero barato, pero también podrían elevar mucho las expectativas inflacionarias y alimentar las burbujas de precios de los activos.

Esta expansión progresiva del mandato plantea un riesgo mayor. Aunque es tentador incluir los precios de los activos en el marco de política monetaria, es peligroso pedir a los bancos centrales que gestionen la evolución de ese mercado sin criterios claros y sin saber cómo las medidas de política monetaria influyen en dichos precios. Estudiar este tema es adentrarse en territorio inexplorado, pero obviamente la práctica de la banca central no puede quedar en suspenso mientras se encuentra una solución teórica a estas cuestiones.

### Objetivos e instrumentos

En medio de una crisis, la política monetaria debe ser pragmática y usar todas las herramientas disponibles. La masiva inyección de liquidez que realizaron los bancos centrales de todo el mundo permitió impedir que los sistemas financieros hicieran implosión durante la reciente crisis; pero queda pendiente el interrogante sobre cuál es el marco de política monetaria correcto para tiempos más normales. ¿Qué marco contribuirá a la estabilidad macroeconómica y financiera, reducirá las fluctuaciones del ciclo económico y creará un margen para que la política monetaria pueda responder decidida y contundentemente a los shocks externos adversos?

La visión convencional es que la política monetaria de hecho tiene un único instrumento —la fijación de una tasa de

interés— y que a lo sumo esta puede utilizarse para alcanzar un solo objetivo, como una inflación baja y estable. Una versión más matizada es que la mayoría de los bancos centrales en realidad tienen dos instrumentos: la política monetaria y la autoridad regulatoria. La primera debe usarse para controlar la inflación, mientras que la segunda impide que se acumulen desequilibrios en el sistema financiero. Pero incluso este conjunto limitado de objetivos crea tensiones.

Esas tensiones se agudizan en las economías emergentes, cuyos bancos centrales han sido tradicionalmente responsables de una amplia variedad de objetivos sociales y económicos además de la estabilidad de precios y financiera. La repetida afirmación de que a largo plazo lo mejor es aplicar una política monetaria estable y transparente centrada principalmente en un único objetivo choca con la dura realidad práctica de que el consiguiente aumento de las entradas de capital y la consiguiente apreciación cambiaria pueden perjudicar en forma permanente la participación en los mercados externos y dañar la legitimidad del banco central. Como consecuencia, los objetivos subordinados como la gestión del tipo de cambio ya complican el ejercicio de la política monetaria en estas economías, mientras que instrumentos tales como los controles de capital tienen una eficacia limitada y acarrear sus propios problemas.

Según una perspectiva diferente, en los mercados emergentes se termina considerando responsables a los bancos centrales de un gran conjunto de objetivos. Una opción es tratar de asumir todos esos objetivos, con todos los riesgos que ello implica, porque la alternativa es tener que cargar con las consecuencias si de todos modos algo sale mal con cualquiera de ellos. Pero, por otra parte, también podría argumentarse que, si se debe hacer frente a múltiples objetivos, tanto más imprescindible es entonces que el banco central fije y comunique un conjunto más limitado de objetivos que pueda llegar a cumplir con eficacia.

Si un banco central asume múltiples mandatos, quizá se generen expectativas poco realistas acerca de lo que puede y no puede hacer con las herramientas de que dispone. Por cierto, existe la tentación de atribuirle omnipotencia a la política monetaria, un atributo que algunos banqueros centrales de mercados emergentes consideran que se les impone. Pero esta carga puede resultar excesiva y condenada al fracaso, especialmente en economías con estructuras institucionales débiles, capacidad regulatoria limitada y altos niveles de déficit fiscal y deuda pública.

Una visión más restringida es que la política monetaria puede contribuir mejor a la estabilidad macroeconómica y financiera al mantener la inflación baja y estable. Ese marco, si funciona bien, define los límites de la política monetaria y brinda una norma clara para la rendición de cuentas. Las tensiones entre estas diversas perspectivas se introducen en el debate acerca de la independencia del banco central.

### ¿Importa la independencia?

La independencia del banco central es hoy blanco de ataques en todo el mundo. En Estados Unidos, el Congreso amenaza con someter a la Reserva Federal a una fiscalización más estrecha al tiempo que se le otorga un mandato más amplio de gestionar las grandes instituciones financieras de importancia sistémica. En otros países, la crisis ha servido de excusa para

los políticos que tratan de tener más control sobre los bancos centrales. En Argentina, la Presidenta destituyó al presidente del banco central porque no accedió a usar reservas externas para el pago de vencimientos de deuda del país.

Estos acontecimientos se producen contra la noción imperante de que la independencia del banco central es una virtud indiscutible porque le permite concentrarse en lo que mejor hace, sin restricciones políticas ni de ningún otro tipo, y ganar credibilidad en el manejo de las expectativas de inflación. Esta credibilidad resulta útil en momentos difíciles porque le da margen al banco central para emplear medidas extraordinarias sin que se descontrolen las expectativas inflacionarias. Como ejemplo cabe citar las expectativas inflacionarias relativamente moderadas en Estados Unidos, pese a la masiva inyección de liquidez de la Reserva Federal durante 2008–09 y el rápido aumento del nivel de deuda pública. Al menos hasta ahora, los mercados parecen convencidos de que la Fed no permitirá que la inflación quede fuera de control.

No obstante, el concepto de independencia del banco central es complejo. Según la noción convencional, un banco central autónomo con un objetivo estrecho pero bien definido como el de mantener la inflación baja y estable tiene la mejor probabilidad de ser eficaz y transparente, y por ende menos sujeto a la injerencia política. Aun los bancos centrales que operan con un único objetivo claramente definido bajo la forma de una meta de inflación tienen solo independencia operativa para alcanzar ese objetivo. El gobierno determina la meta en sí misma y las consecuencias de no alcanzarla. De hecho, si el gobierno no interviniera en su fijación, la meta carecería de una legitimidad pública más amplia.

Incluso un objetivo tan estrecho podría ser difícil de satisfacer si el gobierno sigue una política fiscal dispendiosa, acumulando grandes déficits presupuestarios. Además, si a los bancos centrales se los hace responsables de la estabilidad del mercado financiero y de evitar que se formen burbujas de precios de los activos, se los debe dotar de otros instrumentos además de la tasa de interés de política monetaria (o, en algunos casos, los encajes). Se plantea, no obstante, una profunda tensión entre la asignación de múltiples objetivos a los bancos centrales —aun cuando tengan el número correspondiente de instrumentos— y la independencia operativa necesaria para alcanzar la meta de inflación. La mayor amplitud de objetivos invariablemente conlleva más interferencia política y una menor credibilidad en cuanto a mantener baja la inflación.

Estas complicaciones se intensifican en las economías emergentes, cuyos bancos centrales en muchos casos se cuentan entre las instituciones públicas mejor administradas y más confiables, lo que tienta a asignarles más responsabilidades. Pero al asumir más responsabilidades podrían perder eficacia en aquello que sí han demostrado ser capaces de hacer bien: mantener la inflación bajo control.

El verdadero problema por resolver es que al tener el banco central un conjunto más reducido de objetivos también podría peligrar su independencia si parece no preocuparse por otros objetivos como el crecimiento y el empleo. Los banqueros centrales de algunos mercados emergentes implícitamente argumentan que la escasa independencia que

tienen pende ya de un hilo, que podría cortarse, por ejemplo, si no hacen nada acerca de la rápida apreciación del tipo de cambio que afecta a los exportadores o las burbujas de activos que pueden infligir daños considerables cuando estallan.

La réplica clásica es que la mejor forma en que el banco central puede contribuir a un alto crecimiento es brindando un contexto macroeconómico estable mediante la estabilidad de precios. Dado lo ocurrido en la reciente crisis, este argumento suena dogmático y casi indefendible. Por cierto, es un tema en el que parece haber una creciente desconexión entre la teoría de la banca central y su práctica.

### Múltiples alternativas

Pese a la creciente prominencia de los sistemas de metas de inflación, queda una amplia gama de alternativas en las actividades de la banca central. En un extremo del espectro están los bancos centrales que fijan metas formales de inflación, como los de Canadá, Nueva Zelanda y Tailandia. La Reserva Federal de Estados Unidos tiene un doble mandato formal de promover el crecimiento y la estabilidad de precios, pero en general se considera que su principal prioridad es el objetivo de inflación. En el otro extremo está el Banco de Reserva de India, cuyo gobernador, Duvvuri Subbarao, explícitamente lo presenta como un banco central de servicios múltiples, con múltiples objetivos, que no necesariamente tiene como prioridad dominante una inflación baja y estable. Otros bancos centrales, como el Banco Popular de China, fijan alguna forma de meta de tipo de cambio, lo que de hecho implica importar una política monetaria extranjera.

Entre los modelos teóricos la variedad es mucho menor. Por ejemplo, los modelos del sistema de metas de inflación se han concentrado principalmente en la fijación de metas estrictas o bien flexibles donde el banco central asigna alguna ponderación a la brecha del producto, que mide el grado de subutilización de la capacidad de una economía.

Incluso en un contexto más estrecho, la investigación académica solo está comenzando a lidiar con los retos específicos propios de los mercados emergentes. Por ejemplo, la definición del índice de precios que debe considerar un banco central para fijar metas de inflación adquiere un matiz muy diferente en los países de bajo y mediano ingreso, donde el gasto en alimentos representa casi la mitad del gasto total de los hogares y una gran proporción de la población trabaja en una economía no bancarizada con escaso acceso al sistema financiero formal (Anand y Prasad, de próxima publicación). En estas economías sería impropio fijar como meta solo la inflación básica, que excluye los precios volátiles de los alimentos y la energía, aun cuando los modelos teóricos clásicos indican que ese indicador es el apropiado. Las cuestiones más generales respecto del nivel correcto de inflación que se debería considerar en los mercados emergentes o de la disyuntiva entre una mayor inflación y un tipo de cambio más fuerte también siguen sin resolverse (Blanchard, Dell'Ariccia y Mauro, 2010).

En definitiva, los académicos (incluido este autor) reclaman marcos de política monetaria más robustos y mejor fundamentados en los análisis pertinentes, pero no han brindado marcos que comiencen a abordar los complejos problemas prácticos

que enfrentan los banqueros centrales de los países de mercados emergentes.

### Mantener la normalidad

Si bien los banqueros centrales han mostrado capacidad de responder con eficacia a las crisis, el problema clave no es dar respuesta a las crisis sino más bien definir qué marco de política monetaria reducirá la probabilidad de que estas lleguen a producirse. Aquí las respuestas son menos claras. Es interesante observar que virtualmente todas las economías que aplicaban un régimen explícito —o implícito— de metas de inflación antes de la crisis han indicado en principio su intención de conservarlo.

Siguen pendientes varios interrogantes acerca de la forma en que las metas de inflación pueden adaptarse al mundo poscrisis. Una cuestión más fundamental, no obstante, es si esa estrategia brinda siquiera un marco de referencia que pueda adaptarse a las circunstancias de determinados países.

El régimen de metas de inflación, ¿es un marco que libera a los bancos centrales permitiéndoles hacer lo que pueden hacer con eficacia y fijar expectativas realistas acerca de lo que la política monetaria puede lograr? ¿O es una camisa de fuerza que les hace ignorar la evolución de los mercados financieros y la macroeconomía, planteando en definitiva grandes riesgos?

El pragmatismo es una excelente norma operativa en tiempos desesperados, pero no aporta un marco para la estabilidad en tiempos normales. Funcionar sin un marco ofrece flexibilidad y adaptabilidad, pero a costa de debilitar el ancla de las expectativas de inflación. También podría limitar la capacidad de los bancos centrales de aquilatar una credibilidad que podría resultar útil en momentos de tensión macroeconómica y financiera.

Las metas de inflación siguen pareciendo el marco más defendible, y culparlas por las fallas de regulación que casi provocaron un derrumbe financiero puede significar tirar por la borda las ventajas que ellas ofrecen. Lograr un equilibrio entre estas perspectivas no será fácil. Los banqueros centrales y los académicos por igual tienen por delante una ardua tarea de reflexión. ■

*Eswar Prasad es Profesor Titular de la Cátedra Nandlal P. Tolani de Política Comercial de la Universidad de Cornell, Titular de la Cátedra New Century de Economía Internacional en la Brookings Institution e Investigador Adjunto del National Bureau of Economic Research.*

---

#### Referencias:

- Anand, Rahul, y Eswar Prasad, de próxima publicación, "Optimal Price Indexes for Targeting Inflation under Incomplete Markets", *National Bureau of Economic Research Working Paper*.
- Blanchard, Olivier, Giovanni Dell'Ariccia y Paolo Mauro, 2010, "Rethinking Macroeconomic Policy", *IMF Staff Position Note 10/03* (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Blinder, Alan, 2010, "How Central Should the Central Bank Be?", *Journal of Economic Literature*, vol. 48, No. 1, págs. 123–33.
- Gill, Hammond, Ravi Kanbur y Eswar Prasad, compiladores, 2009, *Monetary Policy Frameworks for Emerging Market Economies* (Cheltenham, Reino Unido: Edward Elgar Press).
- Goodfriend, Marvin, 2007, "How the World Achieved Consensus on Monetary Policy", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 21, No. 4, págs. 47–68.