



La Política Monetaria y la Estabilidad Financiera: un desafío para los bancos centrales en la poscrisis

Luis F. Granados Ambrosy¹

El estudio y la cuantificación de la relación entre la política monetaria y la estabilidad financiera se ha constituido en los últimos años en un desafío para los bancos centrales. En efecto, mediante modelos teóricos y empíricos se ha determinado cómo el desarrollo financiero doméstico e internacional, durante la reciente crisis financiera global, ha afectado el objetivo, la estrategia y los mecanismos de transmisión de la política monetaria. En virtud de lo cual, por un lado, los bancos centrales a nivel global, particularmente, los países que tienen un esquema de metas de inflación o están en transición hacia tal régimen, han estado utilizando su instrumento de política monetaria relevante y el uso de medidas de política monetaria extraordinarias, que cambian el tamaño y la composición de los activos de los bancos centrales o que tratan de guiar las expectativas de tasa de interés de largo plazo y anclar consistentemente las expectativas de inflación. Mientras que por otro lado, el de la estabilidad financiera, se ha tratado de mantener y promover la estabilidad, mediante los instrumentos macro prudenciales y el fortalecimiento de la supervisión y regulación financiera, adecuar los requerimientos de capital, de liquidez, de la administración del riesgo financiero y, en excepcionales circunstancias, de la asistencia financiera de parte de los bancos centrales. Esas dos dimensiones de política e instrumentos plantean en la poscrisis el desafío de distinguir los objetivos, instrumentos y autoridades monetarias y financieras y cómo interactúan y afectan el canal de transmisión de la política monetaria. Para esos efectos, en esta nota se incluye un análisis general de la política monetaria y la estabilidad financiera, se describe cómo la vulnerabilidad que se origina de un apalancamiento, de liquidez o riesgos de mercado se transmite a través de los canales de transmisión de la política monetaria y, finalmente, se realiza una aproximación mediante algunos indicadores de cómo ha interactuado la política monetaria y la financiera en Centroamérica y República Dominicana.

1. Generalidades de la política monetaria y la estabilidad financiera

La política monetaria y la estabilidad financiera se distinguen por los objetivos, instrumentos y autoridades responsables. En primer lugar, es común encontrar países en los cuales el objetivo fundamental de la política monetaria es la estabilidad de precios, mientras que el de estabilidad financiera, consiste en la capacidad de los intermediarios financieros, los mercados

¹ Economista de la SECMCA. Las opiniones y comentarios incluidos en la presente nota son de exclusiva responsabilidad del autor y no necesariamente reflejan los puntos de vista de la Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano ni del Consejo Monetario Centroamericano.



y la infraestructura financiera de realizar adecuadamente sus funciones a nivel sistémico, aún en presencia de choques adversos del sistema. En lo que se refiere a los instrumentos, la política monetaria dispone normalmente de la tasa de interés, mientras en su caso, la estabilidad financiera dispone de los instrumentos macroprudenciales,² la supervisión y la regulación financiera, evaluaciones y reportes, financiamiento de última instancia para necesidades de liquidez financiera y tasas variables de financiamiento a largo plazo. Las autoridades responsables de la política monetaria han sido los bancos centrales y en el caso financiero, las autoridades regulatorias o de supervisión.

i) **Los marcos de políticas monetaria y de estabilidad financiera y cómo interactúan.**

La política monetaria afecta la inflación y la utilización de los recursos vía los mercados financieros y los mecanismos de transmisión financieros (márgenes de intermediación y financiamiento), en tanto que la política financiera afecta la utilización de los recursos, el precio de los activos, las hojas de balance, el apalancamiento y las pérdidas por crédito. Con toda la información relevante incluyendo la financiera, la Autoridad Monetaria define el comportamiento de la tasa de interés para proyectar la inflación y estabilizar lo mejor posible la inflación en sus niveles de mediano plazo.

En el ámbito de la estabilidad financiera, la política macro prudencial ayuda a fortalecer el sistema financiero para hacerlo más resiliente a los shocks a través de recalibrar los instrumentos tomando en cuenta el riesgo sistémico,³ mientras que para moderar el ciclo financiero se usan los instrumentos en las instituciones o mercados financieros. El uso de los instrumentos financieros requiere ponderar los efectos a fin de no generar desequilibrios en instituciones, mercados financieros y sectores económicos con implicaciones macroeconómicas. Por esa razón, la política monetaria y la macroprudencial interactúan frente a los cambios complejos en las prácticas de intermediación financiera y la estructura del sistema financiero. Las innovaciones financieras, la consolidación y un cambio en los balances de las instituciones y crédito basado en el mercado puede cambiar la distribución de riesgos en forma impredecible.

Antes de la crisis financiera global de 2007-2008, los banqueros centrales y los académicos lograron un consenso sobre el marco de política monetaria, en el sentido de tener un sólido compromiso con la estabilidad de precios en el mediano plazo y un alto grado de transparencia en los objetivos y proyecciones económicas de los bancos centrales. La adopción de esa

² El FMI ha incluido dentro de los instrumentos macro prudenciales las metodologías de medición de riesgo, los reportes financieros, regulaciones al capital, estándares de facilidades de liquidez, acuerdos colaterales, límites a la concentración de riesgo, esquemas de compensación, restricciones a la distribución de utilidades, mecanismos de seguro y esquemas de resolución bancaria.

³ De acuerdo con el Banco Central de Suecia, una entidad financiera resiliente es aquella que dispone de capital y liquidez y de un buen manejo de los riesgos de la entidad, de los mercados y de la infraestructura, para enfrentar pérdidas y no perder la confianza del mercado y del público.



aproximación ayudó a los bancos centrales a anclar las expectativas de largo plazo, lo cual ha viabilizado las condiciones para estabilizar o acercar el producto a sus niveles potenciales. Ese marco denominado “Metas de Inflación Flexible” combina el compromiso del objetivo de inflación de mediano plazo con la flexibilidad para responder a los shocks económicos cuando sea necesario para moderar la desviación del producto de su nivel potencial.

Durante y después de la reciente crisis financiera global, la mayoría de bancos centrales reaccionaron a la crisis con reducciones en las tasas de interés de corto plazo y en algunos casos, como el de la Reserva Federal y del Banco Central Europeo, la tasa de interés de política alcanzó niveles mínimos. En estos últimos casos, las autoridades monetarias han utilizado, adicionalmente, las denominadas medidas de política monetaria no convencionales, equivalentes a una asistencia financiera de última instancia a gran escala,⁴ lo cual ha modificado sustancialmente la composición de sus hojas de balance. Cabe señalar, que si bien, el uso de esas medidas extraordinarias ha viabilizado en el corto plazo la recuperación de los niveles de liquidez financiera, ha condicionado la gestión o el margen de maniobra de política monetaria en el mediano plazo.

En virtud de lo expuesto, la política monetaria puede tener un efecto adverso en la estabilidad financiera. Tasas de interés más bajas podrían contribuir a desequilibrios financieros vía el denominado canal de la toma de riesgo. Tasas de interés muy bajas pueden hacer que los bancos tomen más riesgos, para el logro de mayores utilidades, logren un apalancamiento procíclico y se incrementen los riesgos financieros. Esta forma de interactuar, señala el principio de asignaciones separadas de Mundell, la formulación de política monetaria y macro prudencial deben interactuar para el logro sus objetivos, de estabilidad de precios y financiera de tal forma que se minimicen los riesgos en los canales de transmisión de la política monetaria. Las decisiones de política monetaria necesitan tomar en cuenta los efectos macroeconómicos de las políticas macroprudenciales y viceversa.

ii) **La Estabilidad Financiera y los canales de transmisión de la Política Monetaria**

La estabilidad financiera opera en canales similares a los de la política monetaria, principalmente, el canal de financiamiento bancario y el canal de las hojas de balance. Instrumentos macroprudenciales categorizados por factores principales de riesgo han sido utilizados para el análisis del impacto en los canales de transmisión de la política monetaria, a

⁴ Medidas que cambian la composición de las hojas de balance de los bancos centrales, medidas que expanden el tamaño de las hojas de balance o acciones que tratan de guiar las expectativas de las tasas de interés de largo plazo. Tales medidas han sido una figura de asistencia financiera de última instancia de las Autoridades Monetarias mediante las recompras de títulos u otras asistencias a las entidades financieras para estabilizar la liquidez del sistema, pero con un alto riesgo moral.



saber: a) la vulnerabilidad que se origina en los niveles de apalancamiento, se categoriza en varios factores de riesgo, entre otros el de capital, activos ponderados por riesgo, provisiones o crecimiento del crédito o cómo influye o restringe el crédito y las hojas de balance; y, b) la vulnerabilidad que se origina en la liquidez o riesgo de mercado, se categoriza en los factores tales como liquidez y requerimientos de liquidez, restricciones a los financiamientos externos, límite a los descaldes de moneda o límites a las posiciones abiertas de moneda extranjera y cómo influye o restringe componentes tales como las hojas de balance y contratos de financiamiento del sistema financiero, de los bancos o entidades depositarias y, se transmite a través de los canales de financiamiento bancario, hojas de balance o colaterales de portafolio.⁵⁶ A continuación se puede apreciar el proceso y los canales de transmisión:

Vulnerabilidad	Mecanismo de transmisión	Proceso
a) Apalancamiento o b) Liquidez riesgo mercado	<p>De financiamiento bancario</p> $M \downarrow \Rightarrow ryd \downarrow \Rightarrow pmo \downarrow \Rightarrow I \downarrow \Rightarrow Y \downarrow$ <p>De hojas de balance</p> $M \downarrow \Rightarrow \text{pactivos} \downarrow \Rightarrow sarm \uparrow \Rightarrow P \downarrow \Rightarrow I \downarrow \Rightarrow Y \downarrow$ $M \downarrow \Rightarrow i \uparrow \Rightarrow fc \downarrow \Rightarrow sarm \uparrow \Rightarrow P \downarrow \Rightarrow I \downarrow \Rightarrow Y \downarrow$	<p>Un anormal apalancamiento, profundiza riesgos financieros, restringe lo monetario, las reservas y los depósitos caen, los préstamos caen, la inversión y el crecimiento caen. Mientras que reducción de la liquidez o incremento de los riesgos de mercado restringen lo monetario y esto puede reducir el precio de los activos, incrementa la selección adversa y el riesgo moral (sarm), se reducen los préstamos, se reduce la inversión y se reduce el crecimiento económico. En el segundo de hojas de balance se incrementan las tasas de interés, se reduce el flujo de caja, se incrementa la selección adversa y riesgo moral, se reducen los préstamos, la inversión y el crecimiento.</p>

2. De la Política Monetaria y Estabilidad Financiera en la región Centroamericana y República Dominicana

i) Al evaluar el comportamiento de las variaciones de las principales variables monetarias, la tasa de interés de política monetaria, el tipo de cambio efectivo real y la tasa de inflación en la región, se aprecia lo siguiente: a) aunque la inflación se ha incrementado levemente en la poscrisis, es evidente el compromiso de las autoridades con la estabilidad de precios en el mediano plazo, un alto grado de transparencia acerca de los objetivos y proyecciones económicas de los bancos centrales y una orientación de las expectativas para

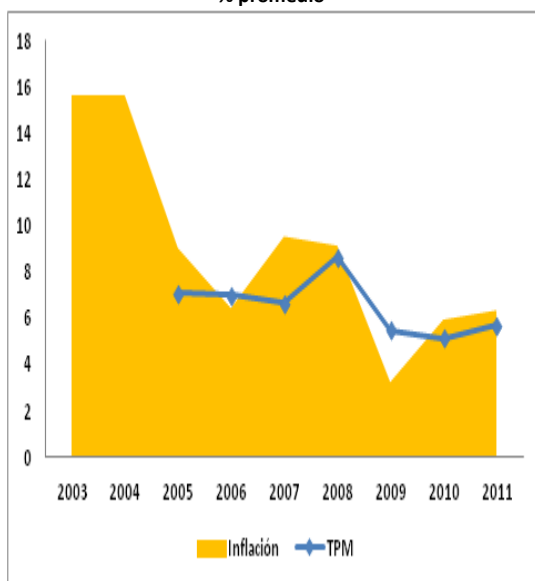
⁵ El Comité sobre el Sistema Global Financiero, del BIS, de acuerdo a un estudio realizado encontró que dentro de los instrumentos macroprudenciales se incluyen los límites al crecimiento del crédito, los límites al tamaño y composición de las hojas de balance bancarios entre los cuales se incluyen los límites al apalancamiento y la concentración del sistema financiero, las medidas de límites procíclicos entre las cuales se contemplan los requerimientos de capital y aprovisionamientos, las medidas de riesgos financieros específicos como riesgo de liquidez y riesgo de moneda.

⁶ CGFS, Banco de Francia y Banco de Inglaterra.

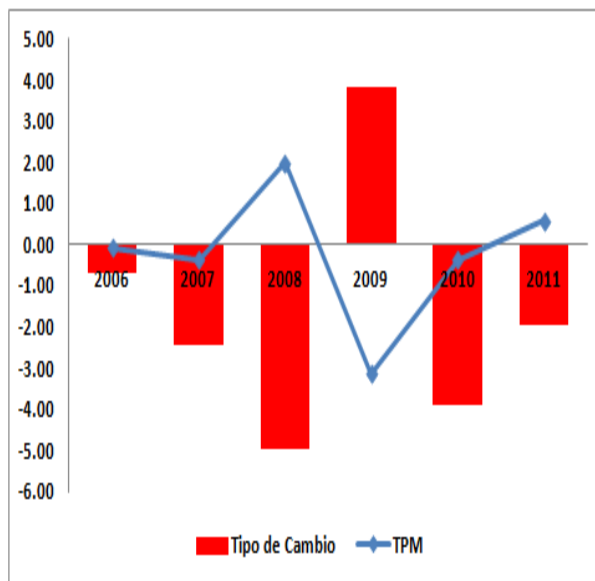


que revertían en el horizonte de política monetaria de cada país por el uso del instrumento de política relevante, las tasas de interés de política; y, b) las tasas de interés de política monetaria observan una disminución gradual durante el periodo de análisis, excepto en 2008 cuándo en la mayoría de países se ajustaron al alza, no obstante, se observan apreciaciones del tipo de cambio efectivo real. Como se observa en los gráficos siguientes:

CARD: Tasas de Política Monetaria e Inflación Costa Rica, Guatemala, Honduras y Rep. Dom. 2003-2011 % promedio



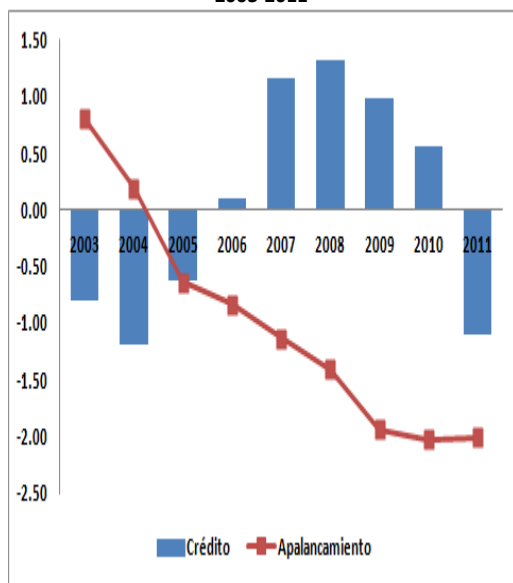
CARD: Tasas de Política Monetaria y Tipos de Cambio Efectivo Real Variación % 2006-2011



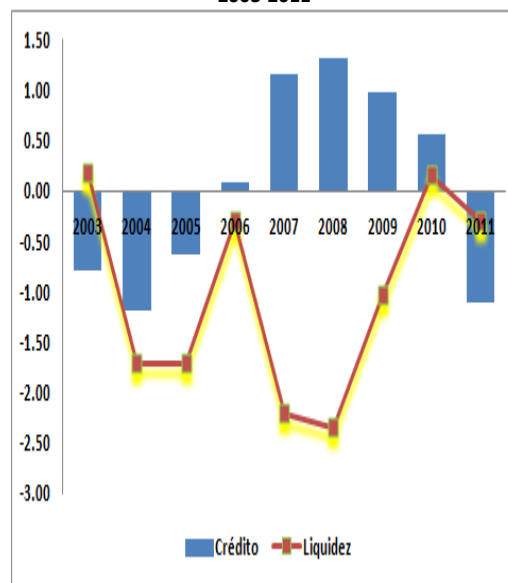
ii) Mientras al evaluar el comportamiento de las variaciones de las principales variables financieras y el canal del crédito, se aprecia lo siguiente: a) la región ha registrado una menor exposición frente a la crisis financiera global, se podría decir que la demanda de crédito ha disminuido más por factores económicos fundamentales que por el impacto en las variables financieras, tales como el apalancamiento y la liquidez financiera, en efecto al regresar la demanda de crédito con sus fundamentales, el apalancamiento y la liquidez financiera, en la región, los resultados evidencian que el comportamiento del crédito se explica más por el crecimiento económico de las economías avanzadas, el crecimiento económico de la región, las tasas de interés activas que por el apalancamiento y la liquidez financiera, variables que según los resultados no son estadísticamente significativas. El apalancamiento financiero, ha registrado desvíos por debajo de su tendencia central y la liquidez un comportamiento más volátil, comportamientos que contrastan con el del crédito que ha venido disminuyendo desde 2009. Como se observa en los gráficos siguientes:



CARD: Créditos y Apalancamiento Valores Normalizados
2003-2011



CARD: Crédito y Liquidez Valores normalizados
2003-2011



iii) En el proceso en el que interactúan la política monetaria y la política macroprudencial, en la región, las bajas tasas de interés de política monetaria que se han observado, gradualmente han comenzado a tener su impacto en el mejoramiento de las condiciones y términos de financiamiento bancario. Esas condiciones facilitan una mejor capitalización y liquidez del sistema financiero e incrementan la disponibilidad de crédito para las empresas y las familias. Frente a esta situación, la política macroprudencial es vital, para fortalecer la calidad de los activos y la solvencia patrimonial del sistema financiero y la administración del riesgo financiero. De acuerdo con estudios realizados, las medidas macroprudenciales aplicadas en la región se han caracterizado por ser de naturaleza microprudencial tradicional, tales como los límites al crédito, los riesgos de tipo de cambio y de flujos de capital, descortes financieros, medidas sectoriales y específicas y se han tenido avances en la implementación de medidas macroprudenciales, pero aún no están correlacionadas con la efectiva protección contra el riesgo sistémico y generan riesgos para la eficiencia de la política monetaria. Se ha sugerido un mejoramiento en la supervisión basada en riesgo, en la supervisión consolidada transfronteriza y en el perímetro de la supervisión.⁷

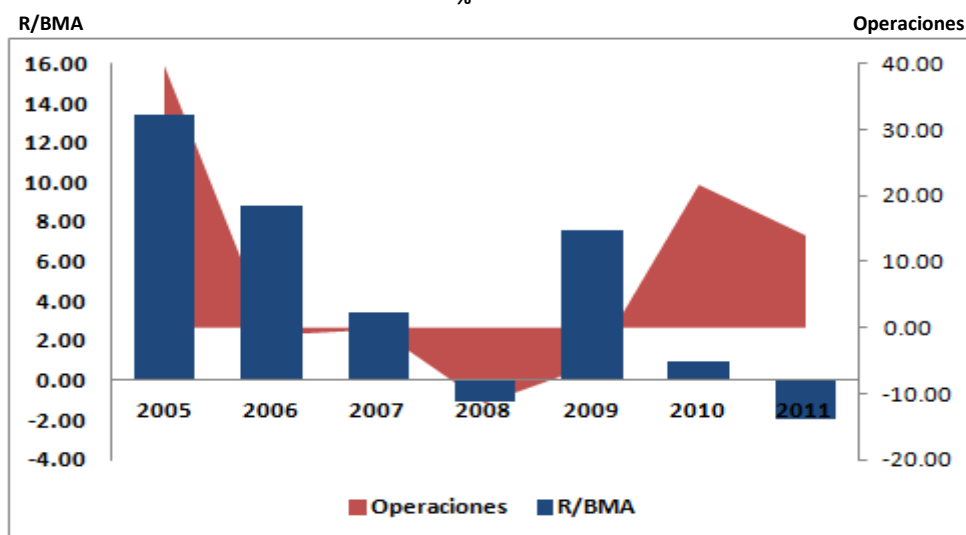
iv) En la región, otra dimensión en la cual interactúan la política monetaria y la estabilidad financiera tiene que ver con la participación de los bancos centrales en el mercado cambiario y

⁷ Delgado, F. L. y M. Meza (2011). Developments in Financial Supervision and the Use of Macroprudential Measures in Central America. IMF Working Paper WP11299.



el de dinero. En el primero de los casos, frente a los riesgos de la coyuntura económica mundial y para fortalecer prudencialmente los niveles de liquidez internacional de los países y estabilizar el mercado cambiario, los bancos centrales han acumulado reservas monetarias internacionales; el efecto de esas operaciones ha sido esterilizado en el mercado de dinero mediante operaciones de mercado abierto. En el mercado de dinero, esas operaciones podría tener efectos en el sistema financiero de diferente naturaleza, los cuales conviene evaluar: a) altos costos de intervención por la acumulación de obligaciones del banco central por operaciones de esterilización que pueden impactar las hojas de balance del banco central, del sistema bancario y del sector privado y consecuentemente, la estabilidad de precios; b) negociaciones o renegociaciones de títulos que exponen a los bancos centrales a futuras fluctuaciones de la tasa de interés en el mercado financiero y estas, afectan el riesgo de crédito y de mercado del sistema financiero y la efectividad de la política monetaria en el mediano plazo; y, c) sobredimensionamiento de los mercados de deuda de corto plazo y de activos que podría afectar tanto la intermediación financiera y los niveles de liquidez así como el desarrollo de un mercado de títulos privados. En los años de 2010 y 2011 se observa un mayor incremento en esas operaciones de esterilización, consistente con la relación de reservas a base monetaria amplia, que disminuye su variación, lo que indica un crecimiento más que proporcional en la base monetaria ampliada que el que registra el nivel de las reservas monetarias internacionales. Como se observa en la siguiente gráfica:

CARD: Operaciones de Esterilización y Reservas Monetarias Internacionales respecto la Base Monetaria Amplia 2005-2011 %



3. Conclusiones



i) La política monetaria y la de estabilidad financiera, tienen objetivos, estrategia e instrumentos diferentes pero interactúan en su fase operativa a través de los canales de transmisión de la política monetaria, el de financiamiento bancario y el de las hojas de balance. Hasta el día de hoy la discusión académica sugiere que el manejo de las tasas de interés como instrumento relevante de la política monetaria no puede tratar conjuntamente con la estabilidad macroeconómica y con la estabilidad financiera. El uso de instrumentos macroprudenciales, la regulación y la supervisión financiera tratan con la estabilidad financiera.

ii) El principal desafío para las autoridades monetarias y financieras de la región está en el fortalecimiento del marco macroprudencial, de supervisión y regulatorio para minimizar los riesgos en los sistemas financieros, principalmente, los de carácter sistémico y minimizar el grado de exposición frente a la incertidumbre económica y financiera internacional y garantizar la estabilidad financiera.

4. Referencias bibliográficas

- Benkovskis, K. y otros. (2011). Assessing the Sensitivity of Inflation to Economic Activity.
- Committee on the Global Financial System, CGFS papers, 2010 y 2011.
- Constancio, V. (2011). Challenges to Monetary Policy in 2012. European Central Bank.
- Delgado, F. y M. Meza (2011). Developments in Financial Supervision and the Use of Macroprudential Measures in Central America. IMF Working Paper WP11299.
- Friedman, B.M. and Michael Woodford. (2011). Handbook of Monetary Economics.
- Stark, J. (2011). Globalization and Monetary Policy: from virtue to vice?. European Central Bank.
- Svensson, L. (2011). Monetary policy after the crisis.