

# Estabilidad y crecimiento económico: el papel del banco central\*

*Jesús Zurita González\*\**

Los días 14 y 15 de noviembre de 2005, el Banco de México organizó una conferencia sobre política monetaria para conmemorar el 80 aniversario de su fundación; un conjunto destacado de economistas, académicos y formuladores de política monetaria, que expusieron sus opiniones y relataron experiencias respecto a la conducción de la política monetaria y sus efectos sobre la economía, asistieron a ella.

El tema de la discusión fue el papel del Banco Central en la estabilidad y el crecimiento económico. En los párrafos que siguen se presenta un breve resumen sobre el conjunto de ponencias presentadas en la conferencia, particularmente de los puntos que resaltaron los conferencistas en su exposición. Aunque este resumen trata de reflejar las ideas centrales planteadas, es inevitable que omita planteamientos que los autores de las presentaciones probablemente considerarían importantes, particularmente porque se basa en las exposiciones orales. Sin embargo, la reseña puede ser útil para difundir ideas fundamentales tanto sobre la forma en que se conduce la política monetaria actual en diversas partes del mundo, como sobre la teoría de la política monetaria.

\* Reseña de la conferencia para conmemorar el 80 aniversario del Banco de México.

\*\* Profesor-Investigador del Departamento de Economía de la UAM-Azcapotzalco (jzurita@economia.gob.mx).

Alan Greenspan, presidente saliente del Banco de la Reserva Federal de EUA, abrió la conferencia con una participación vía satélite. Sus comentarios versaron sobre lo que él y muchos otros consideran una anomalía: la capacidad de EUA para financiar un elevado déficit de cuenta corriente, superior a 6% del PIB. Esta capacidad según Greenspan se manifiesta en dos aspectos estrechamente relacionados. Por una parte, en que EUA no ha tenido problemas para atraer capitales que financien dicho déficit y, por otra, en la escasa presión que existe en los mercados de divisas para que el dólar se deprecie.

Greenspan obviamente reconoce que un déficit de cuenta corriente de EUA de la magnitud señalada no se puede mantener por mucho tiempo. Sin embargo, cree que el ajuste que tarde o temprano tendrá que ocurrir, es un fenómeno de mercado que no puede alcanzarse con instrumentos de política económica. En particular, Greenspan piensa que una depreciación inducida del dólar no contribuiría al ajuste, así como tampoco un incremento en el ahorro del sector público (cree que la contribución del ahorro público sería mínima). Dicho ajuste demandará un incremento en el ahorro privado doméstico, así como modificaciones en los precios de los activos, entre ellos el tipo de cambio, que tendrán que ocurrir vía mercado.

Es optimista y piensa que la gran flexibilidad de la economía estadounidense para adaptarse a nuevas condiciones será el factor central para evitar un ajuste drástico. Para él, la flexibilidad de los mercados y la competencia son mucho más importantes que la depreciación del dólar o el incremento del ahorro público, para lograr un ajuste mesurado del déficit de cuenta corriente. Más aún, considera que las decisiones de los residentes tanto de su país como de Europa no permitirán que suceda un ajuste brusco.

Malcolm Knight discursó sobre la importancia de la independencia del Banco de México para la economía mexicana. Primero señaló que hay signos positivos con relación a la economía mexicana: riesgo país muy reducido, precios estables y crecimiento. Aunque la deuda pública es elevada, considera que las finanzas públicas se han ido consolidando. Le parece que la economía mexicana presenta excelentes perspectivas.

Después de la crisis de 1994-1995, Banxico tuvo que mostrar que el combate contra la inflación era su principal objetivo. Parte de esto implicó abandonar el tipo de cambio como ancla. Otra parte consistió en comprometerse con un objetivo de inflación.

Plantea que existe un nuevo clima de estabilidad monetaria debido a las reformas al marco monetario, pero insistió en que se necesita vigilancia continua para evitar retrocesos. Considera excelente que se haya logrado estabilidad mone-

taria bajo tipo de cambio genuinamente flexible. Mencionó que cuando el tipo de cambio actuaba como ancla de la inflación, no había un ancla nominal doméstica.

Le parece extraordinario que las tasas de interés domésticas continúen reduciéndose aun cuando las externas están aumentando. El hecho de que hasta antes de mayo las tasas de interés de largo plazo se hayan sostenido en aproximadamente el mismo nivel, a pesar de que las tasas de corto plazo estuvieron incrementándose, le parece también un desarrollo positivo.

Considera que hay evidencia suficiente para pensar que la estabilidad monetaria permanecerá. Un factor que estima central para que esto suceda es la manera en que se elige al gobernador y a los subgobernadores del Banco de México, con independencia del proceso político. Para él, la independencia absoluta del banco central es fundamental, debido a que la conducción de la política monetaria requiere no solamente de capacidad técnica sino también de buen juicio. El banco central debe garantizar imparcialidad a los mercados y responder por sus decisiones de política monetaria frente al público. Para obtener la confianza del público también es conveniente que actúe como consultor del gobierno brindando asistencia técnica y diplomática, con absoluta independencia política: es esencial que no haya sospechas de que actúa parcialmente o a favor de algún grupo político.

Knight ve un riesgo en el que las nuevas generaciones de formuladores de política monetaria consideren las expectativas de inflación como dadas. Le preocupa haber escuchado un comentario de Agustín Carstens respecto a que actualmente existe un apoyo público menor con respecto a una inflación baja.

Estima que el desarrollo alcanzado en los mercados de bonos, la menor deuda pública y el objetivo de inflación (*inflation targeting*), hacen menos factible que en México ocurra una crisis como la de 1995.

Alex Cukierman presentó un trabajo sobre la independencia del banco central y los resultados de la política monetaria. Para él, los principales objetivos del banco central son la estabilidad de precios y financiera; la independencia se demuestra en no forzar el producto potencial por encima de su tasa natural (sesgo inflacionario), o en los países en desarrollo, en evitar financiar el déficit del sector público dada la estrechez de los mercados financieros.

La evidencia en 20 países de la OECD indica que hay una correlación negativa entre la independencia del banco central y la inflación; positiva entre esta independencia y el crecimiento de los salarios, y negativa entre tal independencia y una política monetaria acomodaticia.

Un aspecto importante que resalta es que no hay una forma de medir el producto potencial que no sea controversial y que ello impone restricciones impor-

tantes a la actuación de los banqueros centrales, pudiendo provocar *ex post* importantes errores de política monetaria.

Axel Weber, Presidente del Banco Central Alemán (Bundesbank), considera que las instituciones que determinan la política fiscal y la forma en que opera el mercado de trabajo son centrales para mantener una inflación baja. El banco central por sí mismo no puede lograrlo si estas instituciones no funcionan adecuadamente.

Recalcó que en el corto plazo puede haber una contradicción de objetivos entre la autoridad monetaria y la fiscal, con esta última buscando un mayor crecimiento quizá a costa de mayor inflación. El diseño apropiado de instituciones y el compromiso para mantener una inflación baja son por ello centrales para el control de la inflación. Indicó que en Alemania, el compromiso de una política fiscal consistente con una inflación baja, ha estado fallando.

Con respecto a las instituciones del mercado de trabajo y en particular a la forma en que se conducen las negociaciones salariales, señaló que podría ser más costoso mantener una inflación baja si existen demandas salariales excesivas.

Comentó sobre la importancia del consenso público para diseñar instituciones fiscales y del mercado de trabajo consistentes con una inflación baja. Señaló un episodio de la historia alemana: Konrad Adenauer criticó al Bundesbank por su política antiinflacionaria pero los medios de comunicación apoyaron al Bundesbank, reforzando con ello la independencia del banco central.

La erosión del apoyo a la estabilidad de precios tiene que evitarse informando al público, hablando con la gente. Los banqueros centrales deben hablar claramente sobre lo que puede y no puede lograr la política monetaria. El dirigirse al público e informarlo es importante, de otra forma puede reducirse el apoyo a favor de la política antiinflacionaria.

Vittorio Corbo, Presidente del Banco Central de Chile, discurrió sobre la política monetaria y la independencia del banco central chileno. Señaló que esta institución es independiente desde 1989, y en su estatuto se establecen dos objetivos centrales: la estabilidad de precios y del sistema de pagos.

Indicó que la política fiscal de ese país es muy sólida y posee un superávit estructural de 1% del PIB, con una deuda consolidada de 3% del PIB; el Congreso no puede incrementar el gasto, sólo reducirlo. Que el sistema financiero es dinámico y competitivo, con bancos bien capitalizados.

Señaló que Chile utiliza la política de objetivos de inflación desde la década de los noventa. Los controles de capital fueron abandonados en 2000.

El arancel promedio en las importaciones es 2%, en tanto que el arancel máximo es de 6%. Corbo dijo que el objetivo de inflación es de 3% y que hay una

flotación limpia de la moneda desde 1999. Enfatizó que la política monetaria chilena es muy transparente.

El economista académico Robert Barro, de la Universidad de Harvard, señaló que la reducción de la inflación en el mundo constituye uno de los grandes éxitos de la política económica en los últimos veinticinco años.

Los efectos nocivos de una elevada inflación sobre el crecimiento han sido bien documentados en diversos estudios con distintas muestras de países. Sin embargo, la reducción de una inflación ya baja, inferior a 10% anual, no ha podido demostrar que genere efectos positivos en el crecimiento. En este sentido, los efectos positivos de disminuir una inflación baja todavía no han sido demostrados.

Barro se refirió a la política monetaria de EUA y señaló que a principios de los ochenta el Banco de la Reserva Federal (la Fed) redujo una inflación elevada, de 19% en 1981 a 3% en dos años (1983), utilizando altas tasas de interés como instrumento. A partir de ahí, estableció una sólida reputación para combatir la inflación con tasas de interés elevadas, reduciéndolas hasta que la inflación cedía.

Comentó que la Fed también ha modificado las tasas de interés en función de las condiciones del mercado de trabajo, incrementándolas cuando el desempleo es muy bajo (y el crecimiento del empleo elevado) y reduciéndolas cuando el desempleo es alto. Barro cuestionó si esta última acción de la Fed es en realidad apropiada, expresando que sus beneficios no son claros. Indicó que la política monetaria de la Fed responde a variaciones del deflactor implícito del PIB (no del índice de precios al consumidor), a cambios en las condiciones del mercado de trabajo y mucho menos a modificaciones en los precios de las acciones de la bolsa de valores. Dijo que los resultados de un modelo de simulación basado en los dos factores señalados, que ha elaborado para predecir si las tasas de interés continuarán elevándose en EUA, indican que en la actualidad la tasa de fondos federales prácticamente llegó a su máximo nivel.

Barro señaló que China representa un caso curioso con respecto a la forma de conducir la política monetaria en la actualidad. El Banco Central de China tiene como objetivo el tipo de cambio (y no un objetivo de inflación), y con ello ha logrado mantener la inflación baja durante los últimos diez años. Comentó que en el caso de las economías emergentes el papel del gobierno es importante para desarrollar el mercado de bonos de largo plazo, así como el mercado hipotecario.

Otmar Issing, miembro de la Junta Directiva del Banco Central Europeo, disertó sobre el papel de las políticas monetaria y fiscal en la estabilización del

ciclo económico. Señaló que la política fiscal puede contribuir a la estabilización de la economía sólo si hay margen de maniobra y que, en caso de no haberlo, es posible que una política fiscal austera favorezca la expansión económica si crea confianza y credibilidad en que habrá finanzas públicas sanas a mediano y largo plazo. En el corto plazo, la política fiscal debería basarse en los estabilizadores automáticos que operan conforme se desenvuelve el ciclo económico. Considera la necesidad de acudir a medidas discrecionales sólo cuando la situación lo amerite: cuando un país sea golpeado por una recesión profunda, o bien cuando se requieran cambios estructurales en las finanzas públicas.

Indicó que el criterio fundamental para actuar en el corto plazo con el propósito de reducir la amplitud del ciclo económico, ya sea utilizando la política fiscal o monetaria, es mantener a largo plazo condiciones que permitan la estabilidad macroeconómica. Es decir, finanzas públicas no deficitarias a largo plazo y una clara decisión del banco central para alcanzar una baja inflación (en el largo plazo).

Comentó que en el caso de la Unión Monetaria Europea la política monetaria es muy predecible dada la independencia del Banco Central Europeo (BCE) y su mandato para mantener la inflación bajo control. La respuesta de política monetaria por parte del BCE frente a diversas condiciones económicas, incluyendo cuestiones fiscales, es simplemente actuar si estas condiciones ponen en peligro la estabilidad de precios. Para él, la principal contribución del BCE y de la política monetaria en general consiste en anclar las expectativas de inflación en un nivel consistente con la estabilidad de precios.

El gobernador del Banco Central de Nueva Zelanda, Alan Bollard, comentó que las reformas estructurales realizadas en ese país en los años ochenta y noventa ya han empezado a generar frutos positivos. Su PIB creció más que el promedio de la OECD durante la última década.

En términos de la política monetaria, se llegó al consenso de que la inflación y su variabilidad son nocivas para el crecimiento económico (efectos negativos sobre la acumulación de capital y la productividad) y el bienestar (afectan más a las personas que menos pueden protegerse), y que el papel fundamental del banco central es mantener una inflación baja. El banco central de este país fue el primero que estableció un objetivo de inflación (en 1990), que es flexible.

Considera que en el corto plazo la clave para atenuar el ciclo económico radica en la capacidad para responder ante gaps positivos o negativos en el PIB actual *versus* el potencial, manteniendo siempre el objetivo de largo plazo de una inflación baja, así como en atender apropiadamente las distintas perturbaciones que le ocurren a una economía pequeña y abierta.

Reconoció que la capacidad para afectar el ciclo económico y controlar la inflación depende más de condiciones externas en el caso de economías pequeñas y abiertas. Recalcó que la política monetaria es importante para el bienestar y el crecimiento pero que reformar la parte real de la economía es esencial. En el caso de Nueva Zelanda considera que las reformas en el mercado de trabajo y en los mercados de productos crecimiento.

El profesor Ronald McKinnon, de la Universidad de Stanford, habló sobre el papel de los bancos centrales en el impulso del crecimiento económico. Comentó que antes de 1930, bajo el estándar oro, los bancos centrales mitigaban las crisis de liquidez para poder retener la convertibilidad externa, y que estimulaban el crecimiento sólo de manera indirecta. Hizo una rápida revisión histórica de las distintas etapas del sistema monetario internacional durante el siglo pasado, así como de las políticas de los bancos centrales para afectar el crecimiento.

En los treinta y principios de los cuarenta hubo una implosión del estándar oro y la convertibilidad de las monedas. En esta etapa los bancos centrales se convirtieron en agentes de promoción del empleo y no actuaron restringidos por la balanza de pagos. No había un compromiso con la estabilidad de la moneda.

Durante la segunda parte de los cuarenta y principios de los cincuenta, Estados Unidos presionó a Gran Bretaña para que eliminara las cajas de convertibilidad (*currency boards*) que tenía en África, Centro América y Asia. El tesoro estadounidense exhortó a las ex colonias británicas a que establecieran sus propios bancos centrales. Francia fue mucho más exitosa en mantener una zona del franco en África, manteniendo la estabilidad monetaria. En los años cincuenta y sesenta, la planeación centralizada y las ideas que impulsaron políticas de sustitución de importaciones fueron el contexto para que los gobiernos utilizaran a los bancos centrales para asignar el crédito preferencial, estableciendo topes a las tasas de interés y produciendo el conocido fenómeno de “represión financiera”. En los setenta ocurrió el rompimiento del sistema de paridades fijas de Bretton Woods y los países en desarrollo perdieron el ancla nominal de la inflación. Las naciones desarrolladas y en desarrollo registraron un crecimiento muy bajo de la productividad y en las economías en desarrollo se mantuvo la represión financiera con tasas reales negativas de interés y muy poco crecimiento de los mercados financieros.

En los ochenta se intensificaron las políticas regulatorias para tratar de mejorar la operación de los sistemas financieros. La mayoría de las economías industriales eliminaron los topes a las tasas de interés y se retuvo el aseguramiento de los depósitos. Los requerimientos de reservas se redujeron así como los de capitalización, contribuyendo a la crisis bancaria de Estados Unidos. Se llegó al primer acuerdo de Basilea en 1989.

En los ochenta y noventa se pasó de la represión financiera a las crisis. Los flujos de capital privado hacia los países en desarrollo desplazaron a la ayuda oficial. Los controles de capital se aflojaron y se desató la inflación y la inestabilidad e incertidumbre de los tipos de cambio. Hubo problemas de riesgo moral y se llegó al endeudamiento excesivo. Surgieron las crisis gemelas bancarias y de balanza de pagos. En los noventa y a principios del nuevo milenio los bancos centrales abandonan el activismo reconociendo que al intervenir directamente en los mercados de capital se corre el riesgo de la represión financiera y de perder la posibilidad de controlar la inflación. Prácticamente se elimina el crédito directo del banco central. Se reconoce que la independencia de éste sólo es posible si no des-empaña el papel de dirigir el crédito.

En conclusión, Mc Kinnon realiza algunos señalamientos que los bancos centrales son mejores para afectar el crecimiento de manera indirecta, a través de la estabilización monetaria y del tipo de cambio; que debe haber una regulación estricta sobre el sistema bancario; que la independencia del banco central es deseable pero sólo es factible si no hay *gaps* importantes en el mercado de capitales, en donde es posible la intervención del gobierno a través de otras instituciones financieras para desarrollar los mercados de largo plazo de bonos e hipotecario. De otra forma el banco central se ve presionado para financiar la infraestructura financiera y prevenir que la economía languidezca.

El profesor de la Universidad de Princeton, Lars Svensson, discurrió sobre el tema de la tasa de interés instrumento proyectado bajo el esquema de objetivos de inflación, utilizando la conducción de la política monetaria en Noruega como ejemplo. Comentó que el banco central de este país se basa en un objetivo flexible de inflación, tomando en cuenta tanto la estabilidad de precios como el *gap* del producto actual respecto al potencial. El objetivo de inflación de largo plazo es muy explícito: 2.5% anual.

Svensson señaló que el esquema de objetivos de inflación ha sido útil para mejorar la coherencia y consistencia interna en las decisiones de política monetaria, transparentar la comunicación de estas decisiones al sector privado y fortalecer el compromiso y la responsabilidad del banco central hacia una menor inflación.

Con respecto a la tasa de interés instrumento que subyace las proyecciones sobre la inflación y el producto utilizados por los bancos centrales, considera que lo más importante es transparentar al sector privado la trayectoria óptima de dicho instrumento que está detrás de las estimaciones del banco central. En este sentido, la tasa de interés instrumento relevante no es la del próximo mes o los siguientes meses, sino que lo más importante es la trayectoria en el tiempo que el



banco central estima seguirá el instrumento. Svensson cree que al final de cuentas la conducción de la política monetaria se centra en el manejo de las expectativas del sector privado.

En el caso de Noruega, según Svensson el banco central ha hecho historia al publicar por primera vez, en su reporte de inflación de noviembre de 2005, la trayectoria óptima de la tasa de interés instrumento acompañada de bandas de incertidumbre, junto con criterios para las proyecciones de la inflación óptima y el *gap* del producto, así como otras innovaciones que transparentan la política monetaria.

Jacob Frenkel, actual vicepresidente del grupo AIG y anteriormente gobernador del Banco Central de Israel, comentó sobre la política de objetivos de inflación en su relación con la desinflación y la política cambiaria, para el caso de Israel.

Frenkel señaló que la política de objetivos de inflación se inició en Israel en 1992, pero considera que el banco central pudo haber adoptado desde antes esta política. La fórmula que se adoptó en ese país es de una banda con límites inferior y superior decrecientes, y desde su instauración la inflación actual ha estado regularmente dentro de esta banda. Actualmente la inflación israelí es inferior al 2% (en 1984 alcanzó 445%). La clave para Frenkel es que la pendiente y la amplitud dentro de la banda de inflación planteada sean asequibles y a la baja, y se vaya cumpliendo el objetivo de inflación con base en las decisiones de política monetaria.

Indicó que en su país se pasó de la discusión sobre el tipo de cambio a una sobre la inflación, una vez que se abandonaron los controles de capital y se dejó fluctuar al tipo de cambio. Agregó en torno a la flexibilidad cambiaria, y para que ésta funcione debe haber mercados financieros bien desarrollados que permitan (opciones y futuros) reducir los riesgos de una variación en el tipo de cambio. Comentó que durante su estancia en el Banco Central de Israel, hubo que incrementar sustancialmente (400 puntos base) las tasas de interés para demostrarle al sector privado el compromiso para abatir la inflación.

Enfatizó que la coordinación entre la autoridad monetaria y la fiscal es esencial para reducir la inflación y que en Israel existe una correlación negativa entre la inflación y la calificación de crédito de la deuda soberana.

John Taylor, profesor de la Universidad de Stanford y hasta hace poco subsecretario del Tesoro de Estados Unidos para asuntos internacionales, disertó sobre las lecciones que se derivan de la instrumentación de la política de objetivos de inflación. La más importante de todas, según él, ha sido la contribución de la política monetaria a la reducción de la inflación a nivel mundial, acompañada de menor volatilidad económica y de mayor crecimiento. Para Taylor, si los ban-

cos centrales continúan enfocándose a la estabilidad de precios y a mantener una inflación baja y estable, la estabilidad macroeconómica alcanzada persistirá en el futuro.

Indicó que el desempeño de la política monetaria ha mejorado dramáticamente durante los últimos veinticinco años. Considera que la política de objetivos de inflación se asemeja a la dirección de un bote de vela a través de las acciones coordinadas de un grupo de personas, y que las reglas de política monetaria son una buena forma de ir manteniendo el curso para arribar al destino final, para lograr el objetivo de inflación. Estas reglas definen las acciones del banco central y constituyen un conjunto de principios sobre cómo el banco central debería ajustar los instrumentos de la política monetaria.

Para Taylor, es apropiado que el banco central reaccione frente a una ampliación del *gap* del producto y no sólo ante la inflación. Él considera que en el caso de economías emergentes la regla de política monetaria quizá debería incluir el tipo de cambio, que no es importante para el grupo de los siete. Dijo que el economista chileno Sebastian Edwards mostró que el banco central chileno reacciona ante variaciones en el tipo de cambio real, bajando las tasas de interés cuando se aprecia y subiéndolas cuando se deprecia.

Comentó sobre tres importantes principios de política monetaria, dos de ellos tienen que ver con cuándo modificar los instrumentos de la política monetaria, que para él han sido utilizados por los bancos centrales exitosos. El primero se refiere a la necesidad de un objetivo específico de inflación (digamos 2%). El segundo se relaciona con una regla para modificar la tasa de interés instrumento, el cual denomina la regla mayor que uno (*greater than one rule*), que consiste en elevar la tasa de interés en un porcentaje mayor que el incremento de la inflación. El tercer principio es que la tasa de interés instrumento debe reaccionar a las condiciones reales de la economía; quizá tenga que incrementarse la tasa de interés antes de que se desate la inflación o quizá el banco central deba reaccionar con vigor, reduciendo la tasa de interés instrumento, frente a señales de debilidad económica.

En el aspecto internacional señaló que es importante la comunicación continua entre bancos centrales para conocer las distintas experiencias en la conducción de la política monetaria, lo que puede ser útil para enriquecer la propia.

David Dodge, gobernador del Banco Central de Canadá, discursó sobre la experiencia canadiense de quince años en la política de objetivos de inflación; esta institución fija un 2% como meta anual de inflación, en una banda de 1 a 3%. Según él, el banco central de su país reacciona en forma simétrica tanto frente a la inflación como ante una deflación.

Señaló que la política de objetivos de inflación impone disciplina al banco central y provee de claridad y transparencia a la política monetaria, lo que favorece la formación de expectativas de inflación apropiadas por parte del sector privado. Recalcó que la política de objetivos de inflación ha sido benéfica para Canadá y considera que esta política es la mejor ancla para mantener baja la inflación; además que esta política es vista en su país como un medio, no como un fin en sí misma, para lograr el crecimiento sostenido con generación de empleos.

Para Dodge no hay evidencia ni investigaciones que hayan mostrado el hecho de que sea mejor estabilizar el nivel de precios que la inflación, como objetivo de política monetaria. Desde su punto de vista, la investigación económica reciente ha mostrado prácticamente la inexistencia de ganancias, en términos de una reducción del *gap* del producto o de menor volatilidad de la inflación, al reaccionar frente a burbujas especulativas en los precios de los activos.

Martín Redrado, presidente del Banco Central de Argentina, disertó sobre la política monetaria y el manejo de la crisis argentina; esta fue producto de inconsistencias macroeconómicas y regulación inadecuada del sector financiero. La expansión fiscal anterior a la crisis era insostenible bajo tipo de cambio fijo, y la regulación inadecuada del sector financiero condujo a un desajuste significativo entre activos y pasivos en dólares en que incurrieron muchas empresas y la banca. En el agregado y al momento de la crisis, los pasivos en dólares del sector público y el sector privado superaban a los activos en cerca de quince mil millones de dólares.

Comentó que la política monetaria del banco central argentino se ha encaminado a reconstruir la fortaleza financiera del país, ya que la estabilidad macroeconómica y monetaria no es suficiente para alcanzar la estabilidad financiera, se requiere además medidas regulatorias que la permitan. En Argentina se ha promovido la mejora del gobierno corporativo y se han tomado medidas prudenciales como controlar el endeudamiento en moneda extranjera e imponer límites en el financiamiento al gobierno, que fortalecen al sistema financiero.

La coordinación de la política fiscal y monetaria ha contribuido a corregir los desbalances macroeconómicos. En los últimos tres años el balance fiscal del gobierno ha registrado un superavit de 4% del PIB.

La recuperación del sistema financiero argentino ha sido notable: el crédito al sector privado ha estado creciendo significativamente, la exposición de la banca a los bonos públicos se ha reducido marcadamente, los créditos incobrables se han reducido a los niveles que tenían antes de la crisis y los desajustes entre activos y pasivos en moneda extranjera se han ido corrigiendo.

Indicó que persisten varios retos como reducir el desajuste en la madurez entre activos y pasivos del sistema financiero, mejorar la cobertura de los desajustes entre activos y pasivos en moneda extranjera, reducir el diferencial entre las tasas de interés reales activas y pasivas y disminuir los recursos que el sector público requiere de los agentes privados para financiarse.

Alexandre Tombini, del Banco Central de Brasil, habló sobre la instrumentación de la política monetaria en el contexto de la globalización a partir de la experiencia brasileña. De acuerdo con el funcionario en los primeros dos años de aplicación de la política de objetivos de inflación no pudieron lograr la meta propuesta, pero a partir de 2003 han estado cumpliendo con una inflación dentro de la banda planteada por el banco central.

En el cumplimiento de la meta inflacionaria ha sido fundamental la coordinación con la autoridad fiscal, la cual logró elevar el superávit primario del sector público en 1.6 puntos del PIB entre 2000 y 2005. El Banco Central de Brasil ha ido logrando que la inflación converja a su trayectoria prevista, contribuyendo con ello a la reducción de las tasas de interés y del riesgo país.

Recalcó que en el segundo y tercer trimestres de 2005 tuvieron incluso una inflación negativa, lo que muestra que la política monetaria instrumentada ha tenido éxito. Persiste sin embargo el problema de altas tasas nominales de interés (20%) ante una inflación relativamente baja (5%), en presencia de una apreciación nominal de la moneda doméstica, en los últimos tres años, de aproximadamente 8%.

Martin Feldstein, profesor de la Universidad de Harvard y presidente y director de la Oficina Nacional de Investigación Económica de su país (National Bureau of Economic Research), disertó sobre la política monetaria en un ambiente internacional cambiante, enfatizando el papel que desempeñan los flujos de capital. Se refirió en especial a dos aspectos del cambiante entorno internacional que podrían afectar el manejo de la política monetaria en Estados Unidos, a partir del aparente incremento en la integración de los mercados de capitales a nivel mundial.

Para el académico, este aparente incremento en la integración de los mercados de capitales a nivel mundial refleja dos condiciones: el cambio de conducta de los inversionistas privados en los países industrializados y la actual política cambiaria de China y algunos otros países asiáticos. Feldstein recalcó que si el grado de integración de los mercados de capitales en el mundo se consolida y persiste en el futuro, tendrá implicaciones importantes para la conducción de la política monetaria en Estados Unidos.

Con respecto a la mayor integración de los mercados de capitales, comentó que al analizar a los países de la OECD, en efecto ésta ha ocurrido en las

pequeñas economías del organismo, pero prácticamente no se manifiesta en las economías grandes en donde los inversionistas nacionales continúan adquiriendo fundamentalmente activos domésticos. Feldstein considera que la mayor integración de los mercados de capitales no ha sido claramente demostrada y se requiere mayor investigación para descubrir hasta donde ha llegado.

Por la importancia que tiene para la economía mundial, se refirió en particular al financiamiento del déficit de cuenta corriente de Estados Unidos, que en los últimos años ha sido superior a 5% del PIB y en 2005 alcanzó aproximadamente 800 mil millones de dólares, una cifra superior a 6% del PIB. Este déficit, señaló Feldstein, ha sido financiado no por inversionistas privados (como en el pasado) que deciden construir su portafolio de activos, con base en las diferencias de riesgo y rendimiento en los instrumentos financieros que ofrecen los distintos países. En lugar de ello ha sido financiado fundamentalmente por gobiernos, principalmente de Asia, los cuales se han dedicado fundamentalmente a comprar activos de renta fija emitidos por el gobierno de Estados Unidos, básicamente de corto plazo.

Este financiamiento para Feldstein representa una transición de portafolio de estos países asiáticos originada por dos condiciones: la primera es la necesidad de fortalecer las reservas internacionales para evitar posibles crisis de balanza de pagos, y la segunda refleja una política explícita para mantener la competitividad de las exportaciones con base en un tipo de cambio elevado respecto al dólar. Pero precisamente porque constituye una transición de portafolio, no es permanente.

Sin embargo, dada la importancia que una mayor integración de los mercados de capitales tendría para la política monetaria, le parece necesario explorar sus implicaciones. La principal implicación para Feldstein es que la política monetaria sería menos efectiva para atenuar el ciclo económico. Se requerirían variaciones mayores de la tasa de fondos federales para lograr los mismos resultados que en la actualidad, ya sea para estimular o para moderar la demanda agregada, así como para mantener bajo control la inflación, e incluso es factible que aún con variaciones mayores en las tasas de interés, el efecto deseado no se lograra o se lograra en una menor medida. En este contexto la política fiscal se volvería relativamente más efectiva.

Roger Ferguson, vicepresidente del Banco de la Reserva Federal de Estados Unidos, discurrió sobre los precios de los activos y la volatilidad de la actividad económica real, sus causas e implicaciones. Señaló que la volatilidad de la actividad económica real en esa nación se ha moderado a partir de mediados de los ochenta. Aproximadamente en el mismo periodo los precios de las acciones han aumentado y el premio por mantener activos financieros de renta fija y de largo

plazo también se ha reducido. Su interés por el tema se debe a que los precios de los activos financieros afectan las decisiones de gasto de las empresas y los particulares, y porque dichos precios pueden revelar información anticipada relevante para la política monetaria. También comentó sobre cambios en los mercados financieros que pueden contribuir a la volatilidad en los precios de los activos.

Una medida simple y a la vez clara de la disminución de la volatilidad de la actividad económica es la desviación estándar del PIB trimestral de Estados Unidos, la cual entre 1985 y 2004 representó sólo la mitad de la del periodo 1960-1984. Existen varias hipótesis sobre el por qué de la disminución en la volatilidad: una es que ha habido suerte, en el sentido de que las perturbaciones que han afectado a la economía han sido más moderadas que antes; otra es que ha sido producto de las nuevas tecnologías de la información y la comunicación, al contribuir a la adopción empresarial de mejores prácticas en el manejo de inventarios; una tercera se refiere a que las innovaciones financieras han permitido, a través de la fijación de tasas activas de acuerdo al riesgo de distintos tipos de consumidores e inversionistas así como a causa de la expansión de los seguros, que los individuos y las familias puedan tener mayor acceso al crédito y con ello ser menos sensibles a fluctuaciones en el ingreso corriente. La política monetaria también pudo haber contribuido al reducirse las tasas de interés debido a una menor inflación y varianza de ésta.

Después de revisar la literatura relevante sobre el tema, Ferguson concluye que la disminución en la volatilidad de la actividad económica real ha contribuido en parte al incremento en los precios de los activos financieros al reducir el premio al riesgo. Sin embargo, la reducción en la volatilidad macroeconómica no ha conducido a una declinación en la volatilidad en los precios de los activos. La investigación económica sugiere que la volatilidad de los precios de los activos es producto principalmente de variaciones en las tasas de descuento de los inversionistas.

La principal lección que Ferguson deriva de su revisión de la literatura es que el mejor curso de acción consiste en prepararse para problemas potenciales, manteniendo una inflación baja y estable. Los formuladores de la política monetaria deben además estimular el manejo sensato del riesgo por parte de los agentes económicos privados. En particular, los bancos centrales deberían asegurarse que la infraestructura de los mercados financieros esté sujeta a un manejo apropiado del riesgo. Se requiere más atención a lo que ocurre en los mercados financieros, pero también a los precios de los activos, que hoy más que nunca afectan las decisiones de gasto de las empresas y los particulares, y proveen valiosa información anticipada sobre la economía.

La exposición de Jaime Caruana, gobernador del Banco de España, versó sobre la política monetaria, la estabilidad financiera y los precios de los activos. Caruana considera que la regulación prudencial constituye un escudo contra la inestabilidad financiera y que una regulación preventiva del sistema financiero es siempre preferible a actuar para resolver una situación de crisis. La regulación prudencial puede mitigar la naturaleza pro cíclica del proceso financiero. Señaló que los riesgos se generan durante las expansiones económicas pero se materializan en las contracciones; y que durante la expansión se tiende a subestimar los riesgos y en la contracción a sobreestimarlos.

Insistió que a pesar de haber logrado la estabilidad macroeconómica en la mayoría de los países, varios de ellos están experimentando inflación en el precio de los activos; enfatizó también que la estabilidad monetaria es un prerrequisito para la estabilidad financiera, pero que la expansión excesiva del crédito, el exceso de liquidez y el relajamiento en los estándares para otorgar préstamos provocan desbalances financieros.

Destacó que el logro de tasas de inflación reducidas y estables, y en general de condiciones macroeconómicas favorables, no ha conducido a la desaparición de lo que Caruana denomina episodios de estrés financiero, acaecidos tanto en economías avanzadas como en emergentes. Mencionó los casos del fondo de inversión Long Term Capital Management, la burbuja en los precios de las acciones relacionadas a empresas de tecnologías de información, las crisis mexicana y asiática, así como la de Japón. Esto demuestra que no ha sido posible alcanzar simultáneamente estabilidad monetaria y financiera.

Según el funcionario, la estabilidad macroeconómica y de precios puede incrementar la disposición de los inversionistas a adoptar riesgos mayores, lo que impone nuevos retos para la política monetaria y en particular para la regulación del sistema financiero.

En el caso de España ha habido un boom en el precio de la vivienda debido entre otras cosas a la entrada a la zona del euro, a las expectativas favorables de crecimiento del ingreso, a la demanda externa, a un mercado hipotecario competitivo y a la rigidez de corto plazo en la oferta. Comentó que a pesar de que se han instrumentado medidas para restringir el crédito, no se ha podido atenuar el crecimiento de los precios de la vivienda.

Caruana concluyó su participación con varias consideraciones: que la mejora en las condiciones macroeconómicas de un país impone nuevos retos para la estabilidad financiera, en especial con respecto al papel que desempeñan los precios de los activos; que se necesita un marco comprensivo, coherente y preventivo que involucre políticas micro y macroeconómicas; que la política



macroeconómica debería incluir una política monetaria que incorpore los riesgos que surgen como consecuencia de un desempeño macroeconómico favorable; que la prevención de las crisis financieras es preferible a su resolución y que las políticas prudenciales deberían basarse en incentivos e incorporar la dimensión macro y sistémica; que la política regulatoria es probablemente más importante en países que pertenecen a áreas monetarias, como España, debido a que no pueden utilizar la política monetaria para atender perturbaciones idiosincráticas; que la estabilidad financiera continuará siendo un objetivo elusivo; y que la política de comunicación de los bancos centrales y otras instituciones tiene un papel importante para la transparencia ante el público.

Stephen Cecchetti, profesor de la Universidad de Brandeis, comentó sobre las burbujas en los precios de los activos y su relación con la política de objetivos de inflación. Planteó su presentación a partir de cuatro preguntas: la primera es si los bancos centrales deberían preocuparse por las burbujas en los precios de los activos; la segunda es si se pueden identificar tales burbujas al momento en que están ocurriendo (o aún mejor antes de que ocurran); la tercera, si los formuladores de la política económica deberían reaccionar ante estas burbujas; la cuarta y última es cuál es el papel de las burbujas en el contexto de una política de objetivos de inflación.

Enfatizó que las burbujas en los precios de los activos distorsionan las decisiones de los agentes económicos privados, y provocan una falsa impresión de riqueza que conduce a incrementar el consumo, ante lo cual el financiamiento de la inversión se abarata artificialmente. El gobierno obtiene mayores ingresos fiscales, lo que puede conducirlo a efectuar reducciones de impuestos que después son difíciles de revertir. Se afecta el balance de los intermediarios financieros al sobrevalorarse sus activos y, en caso de que la burbuja se reviente, al haber otorgado créditos con base en el capital producto de la burbuja, pueden sufrir un quebranto al desinflarse ésta.

Comentó que la respuesta a la primera pregunta es afirmativa, ya que los banqueros centrales se preocupan por desviaciones de la inflación respecto al objetivo, así como por desviaciones del producto respecto a su potencial. Con respecto a la segunda pregunta, señaló que es difícil identificar las burbujas, pero que existen algunas regularidades empíricas en lo referente a los precios de las acciones y de la vivienda.

En el caso de los precios de las acciones las burbujas tienden a durar de 7 a 8 años. En los primeros tres años y medio se duplica el precio de las acciones para después regresar a su nivel original en los siguientes cuatro años. En el caso de la vivienda las burbujas tienden a durar seis años. En los primeros tres los precios se incrementan 50% y luego disminuyen 25% en los restantes tres.



Con respecto a la tercera pregunta la respuesta que existe en la literatura es variada. Algunos consideran que los bancos centrales deberían actuar sólo si se afectan las expectativas de inflación, pero otros, incluyendo Cecchetti, consideran que no necesariamente. Cecchetti cree que debería intervenir en el caso de burbujas en los precios de la vivienda, ya que su efecto riqueza es mucho mayor que en el caso de las acciones (concentradas en muy pocas manos). Esto a pesar de que un boom en la vivienda produce una disminución en el índice de precios.

Con relación a la cuarta pregunta, este académico considera que las burbujas representan una perturbación más para la economía, generalmente de demanda, que mueven al producto y a la inflación en la misma dirección y que fundamentalmente provocan volatilidad en el primero. Por ello, los formuladores de la política de objetivos de inflación deberían preocuparse por las burbujas en los precios de los activos.

Cecchetti considera que la tasa de interés no es el instrumento apropiado para una burbuja en los precios de los activos, ya que una reducción anticipada de la tasa de interés, en prevención de que la burbuja se desinflará (por el rezago con el que actúa, la tasa de interés debe ajustarse anticipadamente) y provocará una contracción de la demanda agregada, reduce la probabilidad de que efectivamente se desinflen las burbujas. Es mejor tomar medidas prudenciales que blinden a las instituciones financieras (incluso quizá restringir el crédito), y ampliar el horizonte del objetivo de inflación para poder gradualmente matizar la volatilidad del producto.

En su intervención Guillermo Ortiz gobernador del Banco de México, se refirió a la reducción de la inflación y la transformación de la economía mexicana. Destacó que ha habido avances importantes pero que el principal problema de la economía mexicana en la actualidad es su estancamiento en materia de competitividad, lo que hace necesario insistir en la necesidad de impulsar las reformas estructurales que requiere la economía. Señaló en particular que hace falta consolidar las finanzas públicas, contemplándolas en un horizonte de largo plazo.

Dijo que la conducción de la política monetaria bajo el esquema de objetivos de inflación ha permitido que ésta se reduzca y haya llegado a niveles históricos mínimos, contribuyendo a la estabilidad macroeconómica. Recalcó los beneficios que produce una inflación baja y estable, en términos de bienestar.

Enfatizó que se necesita avanzar hacia estructuras de mercado más competitivas, así como fortalecer el marco institucional para garantizar transparencia, respeto a los derechos de propiedad, disminución de la corrupción y que impere el estado de derecho.