

ESTRATEGIAS DE POLÍTICA MONETARIA EN RESPUESTA A LA CRISIS GLOBAL

Lorena Mejía García
Abigail Rodríguez Nava

El libro *La Respuesta Regulatoria a la Crisis Financiera* reúne una colección de artículos publicados por el autor, entre los años 2007 y 2010, acerca de las políticas seguidas por los bancos centrales para frenar la crisis económica y financiera mundial; principalmente se examinan los casos del Reino Unido, la Unión Monetaria Europea, Estados Unidos y Canadá.¹ La obra en su conjunto es muy interesante sobre todo por dos razones: en primer lugar, porque muestra al lector las diversas posibilidades de acción de la política monetaria actual, que en su mayoría no son explicadas por los enfoques tradicionales de la economía; y en segundo lugar, porque cuestiona tanto los objetivos como los instrumentos de uso común por la banca central; esto permite al autor sugerir para estas instituciones, la inclusión de otros propósitos y estrategias que permitan la estabilización y regulación de los mercados financieros, y con ello sea factible que la política monetaria

contribuya a disminuir los impactos negativos de la volatilidad de los mercados sobre el sector real de la economía, principalmente, sobre el empleo, la inversión, el producto y el crecimiento.

Los catorce capítulos que constituyen el texto cubren tres temas: la explicación de la crisis global reciente desde la óptica de la banca central; las acciones instrumentadas por estas instituciones en el periodo inmediato a la inestabilidad económica y financiera; y las propuestas de política monetaria que podrían coadyuvar a disminuir los riesgos de nuevas crisis, originadas y propagadas desde el sector financiero.

En primer lugar, Goodhart subraya que la crisis fue claramente prevista por los directores y reguladores de la política monetaria, así como por los dirigentes de muchos grupos financieros porque la situación de expansión de precios en los mercados de activos, las expectativas alcistas y la euforia de los participantes por los rendimientos resultantes, era notoriamente insostenible. No obstante, el problema se hizo mayor debido a que las autoridades monetarias carecían de los

¹ Charles A. E. Goodhart, *The Regulatory Response to the Financial Crisis*, Edward Elgar Publishing Inc., Cheltenham, 2010.

instrumentos adecuados y de la regulación requerida que frenara su propagación. Esta acotación es necesaria porque contrasta con algunas opiniones escasamente fundamentadas que señalan la nula previsión de la crisis por parte de los gobiernos o de la banca central.

Entre los factores que propiciaron la crisis económica y financiera reciente, el autor recupera algunos de los que son más conocidos, y otros menos señalados, pero siempre resaltando tanto la importancia de esos elementos como la perspectiva de la banca central ante la evolución de la crisis. Un primer aspecto que se destaca en el texto, es el énfasis de la política monetaria en el objetivo de alcanzar la estabilidad de precios, lo que se logra mediante el control de la tasa de interés. El mecanismo básico para el control de la inflación se basa en la idea de que el incremento del precio de los bienes es resultado de aumentos en la demanda de éstos, incremento en el costo de los insumos (incluyendo tanto la materia prima como los pagos al trabajo) y cambios en los términos de intercambio, es decir, modificaciones en el valor de los bienes nacionales en comparación con los bienes extranjeros; la autoridad monetaria puede disminuir las presiones de demanda (y con ello controlar variaciones en los precios), favoreciendo el costo de disponer de liquidez, es decir, incrementando la tasa de interés, o igualmente, controlando la variación de los salarios y del tipo de cambio. El énfasis en el objetivo de la estabilidad de precios, condujo a muchas

instituciones de la banca central a relegar otro objetivo igualmente importante: la estabilidad de los mercados financieros.

Aunque comúnmente se indica que en Estados Unidos las perspectivas de contracción económica motivaron a la reducción sistemática de las tasas de interés, dado que entre los años 2000 y 2004, la tasa de rendimiento de los fondos federales se contrajo de 5 a sólo 0.2 por ciento; esta política, conocida como el “*Greenspan put*” se explica además como una intención de controlar la especulación en el sector financiero por parte de la Reserva Federal Estadounidense. A semejanza con lo que sucede con la posición *put* larga en el mercado de opciones, la contracción de los precios (o en su caso, rendimientos) por debajo de los valores acordados propicia el ejercicio de la opción, y con el derecho a vender el activo se favorece la liquidez. No obstante, ante la reducción de las tasas de interés, los inversionistas y operadores reforzaron sus expectativas alcistas sobre los activos financieros, se desarrollaron nuevos instrumentos estructurados de inversión que aseguraban altos rendimientos en el corto plazo, y debido a la burbuja especulativa, se incrementó el apalancamiento de las instituciones financieras, de las empresas en los sectores industrial y de servicios, y aun de los gobiernos y de los hogares.

La evidencia más notable del elevado apalancamiento ocurrió con la situación de las hipotecas *sub-prime*, no sólo se otorgaron volúmenes considerables de créditos a prestatarios con elevadas probabilidades

individuales de incumplimiento, sino que además los títulos hipotecarios se constituyeron a través de Vehículos Estructurados de Inversión (*Structured Investment Vehicles*, SIVs) en nuevos instrumentos financieros formados con diferentes tramos de riesgo, los inversionistas fueron motivados a su adquisición por su elevada rentabilidad y su calificación como activos de bajo riesgo. El esquema funcionó mientras persistía la expectativa alcista de precios en el sector inmobiliario porque suscitaba el cumplimiento de los deudores, no obstante, ante la caída del valor de las viviendas, se produjo el incumplimiento, la ejecución de las hipotecas, y la pérdida de valor generalizada en los instrumentos financieros respaldados por hipotecas.

Como destaca el autor, muchos de los bancos centrales actuaron ante la inminente crisis sólo a través de sus recursos más inmediatos, pero estas respuestas distan sustancialmente de constituirse como las estrategias regulatorias idóneas ante las transformaciones recientes del sector financiero. Las prerrogativas de las instituciones financieras para constituir la estructura de sus activos y pasivos, y para el desarrollo y operación de nuevos instrumentos de inversión, no han quedado limitadas por una regulación eficaz, de hecho, la percepción generalizada es el recelo de las autoridades monetarias respecto al grado de intervención en los mercados financieros, reforzado por una interpretación estrecha de muchos trabajos académicos bajo el enfoque de la economía ortodoxa, que han sostenido

la vinculación directa entre el nivel de desarrollo del sector financiero y el crecimiento económico. Desde la perspectiva de Goodhart, los bancos centrales han relegado el objetivo de la estabilidad financiera a otros organismos, y éstos simplemente han ejercido un reducido seguimiento y control de sus operaciones; no es del todo preciso, quién y qué se debe regular y supervisar. Quizá como explica el mismo autor, esta política de la autoridad monetaria, y que se concentra sólo en la estabilidad de los precios, responde a su intención de asegurarse la credibilidad hacia sus mecanismos por parte de los agentes económicos, lo que no lograría si incumpliera en sus metas de estabilidad financiera, es decir, por temor a un riesgo *reputacional*; a ello se añaden la creencia de que un nuevo objetivo podría generar conflictos de interés en la dirección de la política monetaria, a la vez que concentraría un excesivo poder en una sola institución, y la convicción de que la regulación y supervisión financiera quedan fuera de las áreas de experiencia y habilidades de un banco central.

Las condiciones de operación de la mayoría de los bancos comerciales e instituciones financieras en el contexto de la reciente crisis se caracterizaron por la idea de “originar (nuevos instrumentos) y distribuir (los riesgos)”, la preferencia de la inversión hacia los títulos privados sobre los títulos gubernamentales resultante de su mayor rentabilidad, y la proliferación de activos financieros respaldados en otros, todo ello generó como consecuen-

cia la masiva dispersión de instrumentos de elevado riesgo. La respuesta inmediata de la banca central ante el colapso del sector financiero se concentró en ofrecer liquidez inmediata a esas instituciones, principalmente mediante la instrumentación de los seguros de depósito, el control directo de las entidades financieras (absorción de activos y pasivos), y la aceptación de sus activos (aun los de reducida calificación crediticia) en la operaciones que suscribieran con éstas.

Ante la crisis, adquirieron mayor impulso las instituciones de regulación y supervisión, como por ejemplo, la Autoridad de Servicios Financieros (*Financial Services Authority*, FSA) en el Reino Unido, el Organismo Federal de Supervisión Financiera (*Federal Financial Supervisory Authority*, BAFIN) en Alemania, o la Comisión de Bolsa y Valores (*Securities and Exchange Commission*, SEC) y la Comisión de Operaciones con Futuros de Mercancías y Materias Primas (*Commodity Futures Trading Commission*, CFTC) de Estados Unidos. Igualmente, adquirieron mayor relevancia organismos internacionales como el Banco de Pagos Internacionales (*Bank for International Settlements*, BIS) y el Consejo de Estabilidad Financiera (*Financial Stability Board*, FSB).

Resulta de profundo interés, las críticas y propuestas del autor respecto a los mecanismos de intervención, de regulación y supervisión de la banca central hacia las instituciones financieras. Entre las críticas que realiza se encuentran: la focalización de las medidas regulatorias

impulsadas por los acuerdos de Basilea, en la medición y control del riesgo individual de los bancos comerciales, lo que claramente se manifiesta en los requerimientos de capital asociados con la exposición al riesgo; la prociclicidad de gran parte de las medidas de regulación actuales, es decir, la tendencia a relajar los requerimientos de control en los periodos de expectativas alcistas y escasa percepción del riesgo, así como la aplicación de serias medidas contractivas en tiempos de crisis; la inoperancia de los esquemas de reservas bancarias, porque solamente se exige mantener en reserva ciertos volúmenes de capital, que la institución no puede utilizar cuando lo requiere (como la parábola del taxista imposibilitado para ofrecer el servicio de transporte al pasajero que lo demanda, porque la regulación siempre exige que haya un taxi disponible); y el rescate de las instituciones financieras en inminente riesgo de quiebra, como una forma de actuación reactiva de la banca central, y que tiende a fomentar las conductas especulativas de sus operadores y participantes.

En su lugar, el autor resalta entre sus propuestas de regulación: a) Revisar los esquemas de operación del seguro de depósito, de modo que cumpla con los propósitos de proteger a la institución financiera ante riesgos de crisis al mismo tiempo que reduzca las potenciales dificultades sociales y políticas en escenarios adversos; que evite los pánicos bancarios propiciados por los retiros masivos de los

depósitos; y que reduzca al mínimo las conductas especulativas de riesgo moral por parte de los operadores y administradores bancarios; b) Evitar el rescate automático de instituciones financieras en riesgo de quiebra, y en cambio, adoptar medidas de acción correctiva inmediata cuando se observen los primeros signos de riesgos crecientes, estas disposiciones incluyen incluso el cierre de los bancos, y la declaración del régimen de insolvencia que permita la expropiación temporal de activos; c) Establecer medidas anticíclicas de regulación que incrementen el control y los requerimientos de capital en los periodos de estabilidad; d) Introducir requerimientos para la adecuación del capital y liquidez en función de las tasas de variación de los activos en riesgo (en lugar del nivel de exposición); e) Desarrollar mecanismos que permitan al banco central proporcionar señalización sobre las condiciones de los mercados financieros, y la introducción de esquemas de acceso preferencial a la liquidez para los bancos comerciales, siempre que satisfagan la calidad requerida para sus activos y pasivos; f) Regular la operación de las agencias calificadoras de riesgo; aunque se supone que éstas actúan bajo principios de calidad e integridad en el proceso de evaluación, procuran evitar situaciones de conflicto de intereses, divulgar información confiable y transparente, y cuidan la confidencialidad de

la información no pública, la evidencia reciente muestra que persisten elementos dudosos en sus actividades. Para el autor tendría que asegurarse la independencia entre su evaluación y los negocios en que participan; favorecer la competencia entre las agencias calificadoras mediante la evaluación simultánea de una misma entidad para exhibir procedimientos inadecuados que sistemáticamente sobreestimen o subestimen riesgos; promover la participación de una agencia calificadora pública; introducir responsabilidades legales sobre las agencias respecto de sus anuncios y predicciones de calificación crediticia; obligar al reporte sistemático y público de sus evaluaciones, y al mismo tiempo valorar y difundir la calidad de éstos.

En síntesis, la lectura de la obra de Goodhart es tanto atrayente como útil, porque contribuye a mejorar la comprensión respecto de la situación actual de los mercados financieros, de las distintas acciones de la banca central y de los criterios convencionales de regulación para el sector; pero sobre todo, porque se enriquece con la apreciación del contexto financiero actual de un profundo conocedor de la política monetaria (principalmente la estadounidense británica, y europea) tanto por sus aportaciones académicas como por su participación directa como Miembro del Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra.