



Efectos de la Gran Recesión en la doctrina y en la práctica del banco central

Oscar G. Solís L.¹

La crisis financiera de 2008 y 2009, junto con la profunda recesión asociada, fue un acontecimiento que se puede catalogar como un evento histórico, sea por su gravedad o por las enormes consecuencias económicas para la economía mundial, pero también en el sentido de que la crisis parece tener efectos profundos y duraderos en nuestra economía, nuestra sociedad y nuestra política. De forma más sutil pero de una gran importancia a largo plazo serán los efectos de la crisis en los marcos intelectuales de los economistas, incluyendo las formas en que se analizan los fenómenos macroeconómicos y financieros. En particular, la crisis ya ha influido en la teoría y en la práctica de la banca central moderna y sin duda seguirá haciéndolo. Aunque es demasiado pronto para saber las consecuencias de los recientes acontecimientos para la doctrina del banco central y para sus operaciones, vale la pena destacar y poner en contexto algunos de los cambios, así como los aspectos derivados, que son ya evidentes. Mis observaciones se centrarán en cómo los bancos centrales respondieron a los desafíos recientes relacionados con la conducción de la política monetaria y la promoción de la estabilidad financiera y como resultado de esa experiencia, el análisis y la ejecución de estas dos funciones clave pueden cambiar.

El marco de política monetaria

Durante las dos décadas anteriores a la crisis, los banqueros centrales y los académicos alcanzaron un grado sustancial de consenso sobre el marco intelectual e institucional de la política monetaria. Este consenso del marco de política se ha caracterizado por un fuerte compromiso con la estabilidad de precios a mediano plazo y un alto grado de transparencia sobre los objetivos de la política de los bancos centrales y las previsiones económicas. La adopción de este enfoque ayudó a los bancos centrales a anclar a más largo plazo las expectativas de inflación que, a su vez, incrementaron el alcance efectivo de la

política monetaria para estabilizar la producción y el empleo en el corto plazo. Este marco general de política monetaria se conoce como metas explícitas de inflación flexibles, ya que combina un compromiso con un objetivo de inflación de mediano plazo con la flexibilidad necesaria para responder a shocks económicos cuando sea necesario para moderar desviaciones del producto de su potencial o de su nivel de “pleno empleo”. La combinación de la flexibilidad de la política en corto plazo con la disciplina impuesta por el objetivo de inflación de mediano plazo también se ha caracterizado como un marco de “discrecionalidad restringida”. Muchos bancos centrales en economías de mercado, avanzadas y emergentes, se consideran ellos mismos seguidores del marco operativo de metas de inflación, ejemplos destacados: Australia, Brasil, Canadá, México, Nueva Zelanda, Noruega, Suecia y el Reino Unido.

A pesar de que difieren un poco en los detalles de sus estrategias de política, los instrumentos y las prácticas de comunicación, virtualmente todos los bancos centrales con metas explícitas de inflación interpretan su mandato como flexible; es decir, ellos tratan de estabilizar el desempleo y el producto en el corto plazo como un objetivo importante de política, aun cuando ellos buscan alcanzar su objetivo de inflación de mediano plazo. Varios de los mayores bancos centrales del mundo, como el Banco Central Europeo (BCE) y el Banco Nacional de Suiza, no se

Contenido

Efectos de la Gran Recesión en la doctrina y en la práctica del banco central

¹ Traducción libre del artículo “The effects of the Great Recession on central bank doctrine and practice”, Ben S. Bernanke, Chairman Board of Governors of the Federal Reserve System. October 2011.

llaman a sí mismos como de metas explícitas de inflación; sin embargo, han incorporado las principales características de este marco, incluida una definición numérica de la estabilidad de precios, un rol central en la comunicación sobre sus perspectivas económicas y la voluntad para dar cabida en el corto plazo a objetivos de estabilización económica, siempre que estos no pongan en peligro el objetivo principal de estabilidad de precios. ¿Cómo la Reserva Federal se ajusta a esta gama de marcos de política monetaria? La Reserva Federal es responsable ante el Congreso de dos objetivos: el maximizar el empleo; y procurar la estabilidad de precios, en igualdad de prioridades; aun cuando no tiene formalmente un objetivo numérico de inflación. Pero como cuestión práctica, el marco operativo de la Reserva Federal tiene muchos elementos de metas explícitas de inflación flexible. En particular, tal como lo realizan bancos centrales con metas explícitas de inflación, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) tiene el compromiso de estabilizar la inflación en el mediano plazo, manteniendo la flexibilidad para ayudar a compensar las fluctuaciones cíclicas de la actividad económica y el empleo.

Además, al igual que con los regímenes de metas de inflación formales, con el tiempo la Reserva Federal se ha convertido en mucho más transparente acerca de sus perspectivas, objetivos y estrategia de política monetaria. Por ejemplo, desde principios de 2009 el “Resumen de Proyecciones Económicas” de la Reserva Federal ha incluido las proyecciones de largo plazo del FOMC, las cuales representan las opiniones y evaluaciones de los miembros sobre las tasas de crecimiento económico, desempleo e inflación que a su juicio convergerán sobre el tiempo. Estas proyecciones están condicionadas al supuesto de que se tomarán las medidas apropiadas de política monetaria en ausencia de shocks para la economía en el futuro, consecuentemente con las proyecciones

de largo plazo de inflación, en particular, pueden ser interpretadas como un indicador de la tasa de inflación que los participantes del FOMC juzgan serán más consistente en el tiempo, con el mandato de la Reserva Federal de maximizar el empleo y precios estables. Estas proyecciones de inflación a largo plazo son, por tanto, análogas a los objetivos de metas, aunque –sobre todo estas– representan la evaluación de los participantes del Comité en forma individual de la tasa de inflación compatible con el mandato del FOMC, que no es una meta de inflación oficial del Comité en su conjunto. Sin embargo, surge la pregunta: ¿Hasta qué punto, en todo caso, han tenido los recientes eventos influencia para cambiar el marco operativo de política monetaria usado en la precrisis? En parte, debido a que los bancos centrales reconocieron las ventajas de la continuidad en sus políticas y el conocimiento experto durante el período de crisis, especialmente los que utilizan el marco de metas explícitas de inflación, los bancos centrales en general, mantuvieron sus planteamientos establecidos en la política monetaria demostrando su eficacia. Cabe destacar que cuando se tuvo expectativas de inflación de largo plazo bien ancladas, por parte de los agentes económicos, estas moderaron los riesgos de deflación e inflación debido a que los participantes del mercado mantuvieron la confianza en la habilidad del banco central para mantener la inflación cerca de su objetivo de mediano plazo.

El objetivo a mediano plazo del marco operativo de metas explícitas de inflación flexible también ofrece a los bancos centrales margen para amortiguar los efectos de la crisis financiera sobre la producción y el empleo al enfrentar los cambios como transitorios en la inflación. En particular, cuando ellos fueron capaces de evitar políticas monetarias demasiado restrictivas a mediados de 2008 y a inicios de 2011, cuando un incremento temporal y pronunciado en el precio de los *commodities* condujo a una tasa de inflación por encima de los objetivos de política monetaria. Por último, para los bancos centrales con tipos de interés de política, cercanos al límite inferior de cero, estos influyeron en las expectativas del público acerca de las acciones de política en el futuro, lo que se convirtió en una herramienta fundamental para la política monetaria. El compromiso con un marco normativo que sea transparente con los objetivos y los pronósticos ha sido útil, en muchos casos, en la gestión de las expectativas y, por lo tanto, en la toma de decisiones de la política monetaria, tanto más previsibles y más eficaces durante los últimos años de lo que podría haber sido otro tipo de marcos operativos de política monetaria. Sin embargo, la experiencia reciente ha planteado al menos una pregunta importante sobre el marco operativo de metas explícitas de inflación y esta se refiere a que,

Director	Producción
Oscar Roberto Monterroso S.	Sergio A. Hernández R. Leonel Enrique Dubón Q.
Consejeros	Edición
Antonieta Gutiérrez	Juan Francisco Sagüí Argueta
Rómulo Oswaldo Divas M.	
	Arte y Diagramación
Coordinador	Raquel González Ortiz
Ivar Ernesto Romero Ch.	

NOTAS MONETARIAS es un órgano divulgativo de información económico-financiera actualizada, de periodicidad bimestral y distribución gratuita. De aparecer colaboraciones especiales, sus autores serán entera y exclusivamente responsables por sus opiniones y, de consiguiente, éstas no reflejarán la posición oficial del Banco de Guatemala, a menos que ello se haga constar de modo expreso. Es libre la reproducción de los artículos, gráficas y cifras que figuren en esta publicación, siempre y cuando se mencione la fuente. Toda correspondencia deberá dirigirse a: **NOTAS MONETARIAS** del Banco de Guatemala, 7a. avenida, 22-01, zona 1, Ciudad de Guatemala, Código Postal No. 01001.

a pesar de que el marco ha ayudado a producir un largo período de estabilidad macroeconómica, en última instancia, por sí misma, no fue suficiente para asegurar la estabilidad financiera.

Algunos observadores han argumentado que esta falla debe dar lugar a modificaciones o, incluso, sustituir el enfoque de metas de inflación. Por ejemplo, ya que los excesos financieros tienden a desarrollarse en un tiempo relativamente largo y puede tener efectos significativos sobre la inflación cuando en última instancia se ha relajado, se ha sugerido que la política monetaria debe llevarse a cabo con referencia a un horizonte de tiempo relativamente largo para tener debidamente en cuenta la estabilidad financiera. Mi conjetura es que el marco actual de política monetaria –teniendo en cuenta las innovaciones para mejorar aún más la capacidad de los bancos centrales para comunicarse con el público– seguirá siendo el método estándar de manejo monetario, ya que sus beneficios –en términos de estabilización macroeconómica– han sido demostrados en la actual crisis. Sin embargo, los bancos centrales también están prestando atención a lecciones más amplias, que el mantenimiento de la estabilidad financiera, la cual es una responsabilidad igualmente importante. Los bancos centrales ciertamente no pasaron por alto aspectos de estabilidad financiera en las décadas anteriores a la crisis reciente. Sin embargo, una política de estabilidad financiera bien implementada se ve a menudo como el socio menor de la política monetaria. Uno de los legados más importantes de la crisis será la restauración del *status* de la política de estabilidad financiera con igualdad de importancia con el de la política monetaria.

Instrumentos de política monetaria

Mientras que los bancos centrales pueden haber dejado sus marcos de política monetaria sin cambios, a través de la Gran Recesión se ha ampliado considerablemente su conjunto de herramientas para la aplicación de esos marcos. A raíz de la crisis y la recesión en la economía mundial, que comenzó en 2008, los bancos centrales respondieron con una aplicación enérgica de sus instrumentos usuales de política monetaria, entre las que destacan las fuertes reducciones en las tasas de interés a corto plazo. Entonces, cuando los tipos de interés de política se acercaron al límite inferior de cero, los bancos centrales comenzaron a emplear un número cada vez mayor de herramientas menos convencionales, incluida la orientación de su política a futuro y las operaciones para modificar la escala y la composición de sus balances. La orientación hacia adelante sobre la trayectoria futura de los tipos de interés ya había sido utilizada antes de la crisis, pero cobró mayor importancia a medida que se acercaban las tasas

de política cero. Un ejemplo destacado fue el compromiso del Banco de Canadá en abril de 2009 en mantener su tasa de política monetaria sin cambios en 4.1 por ciento hasta el final del segundo trimestre de 2010, en función de las perspectivas de inflación. Este compromiso fue un éxito en esclarecer a los participantes del mercado sobre la visión del banco central sobre la trayectoria probable de las tasas de política y parece haber ayudado a reducir las tasas de interés a largo plazo. En 2010 el Banco de Japón, que enfrentaba una deflación en los precios al consumidor, también utilizó la orientación hacia adelante condicional, diciendo que “El Banco mantendrá la política de tasas de interés prácticamente en cero hasta que se juzgue, sobre la base de estabilidad de precios de mediano y largo plazo, que la estabilidad de precios está asegurada, lo anterior condicionado a que ningún problema se identifique en el examen de los factores de riesgo, incluyendo la acumulación de desequilibrios financieros.” Algunos bancos centrales proporcionan orientación hacia adelante directamente por la publicación de los pronósticos o proyecciones de su tasa de política. Esta práctica ya había sido probada por el Banco de la Reserva de Nueva Zelanda (en 1997), el Banco de Noruega (en 2005), y el *Riksbank* de Suecia (en 2007). Cada uno de estos bancos centrales utilizaron las proyecciones durante la crisis financiera para indicar que era probable que se mantuvieran las tasas de política en niveles bajos durante al menos un año.

En los Estados Unidos, el FOMC introdujo este lenguaje en su declaración de marzo 2009 que indica que se prevé que las tasas se mantendrán en niveles bajos por un “período prolongado”, así en su reunión de agosto de 2011 se indicó el compromiso de que las tasas de política previstas se mantendrán bajas por lo menos hasta mediados de 2013. El FOMC sigue explorando maneras de aumentar aún más la transparencia acerca de sus pronósticos y planes de política. Además de la publicación de la orientación hacia el futuro sobre las tasas de corto plazo, una serie de bancos centrales también ha utilizado los cambios en el tamaño y la composición de sus balances como instrumentos de política monetaria. En particular, la Reserva Federal ha aumentado considerablemente tanto sus tenencias de valores a largo plazo del Tesoro y también amplió su cartera para incluir la deuda de agencias de gobierno y valores de agencias respaldados por hipotecas. Su objetivo al hacerlo es proporcionar una acomodación monetaria adicional a la economía, poniendo presión a la baja a los rendimientos de las agencias en el largo plazo y del Tesoro, mientras que a los inversionistas se les induce a cambiar sus portafolios hacia activos alternativos como bonos corporativos y acciones. Estas acciones también han servido para mejorar el funcionamiento de algunos mer-

cados financieros que sufrían de estrés por falta de liquidez, especialmente en 2008 y 2009, a través de la provisión de liquidez en el mercado. Otros bancos centrales también han utilizado sus hojas de balance de manera más activa que antes de la crisis, con algunas diferencias en sus motivaciones y en su énfasis, en parte, como reflejo de las diferentes estructuras financieras entre los países. Por ejemplo, el Banco de Inglaterra ha utilizado a gran escala compras de títulos públicos de mediano y largo plazo como su herramienta preferida para proporcionar un estímulo adicional a la economía, también han ampliado el tamaño de su programa de compra de activos por la preocupación sobre la posible desaceleración del crecimiento económico nacional y mundial. El Banco de Japón ha adquirido una amplia gama de activos, incluyendo bonos gubernamentales y corporativos, papel comercial, fondos cotizados de renta variable y de renta variable emitidos por empresas de inversión inmobiliaria. El BCE compró las emisiones privadas de bonos garantizados entre julio de 2009 y junio de 2010 para mejorar la liquidez en un segmento de mercado clave y anunció recientemente sus planes para reanudar las compras de este tipo de documentos en noviembre. El BCE también ha comprado los bonos soberanos de algunos países vulnerables de la Zona del Euro “para asegurar la profundidad y la liquidez en aquellos segmentos del mercado que son disfuncionales”, a pesar de que los efectos monetarios de estas compras han sido esterilizadas a través de operaciones de compensación. En la mayoría de casos, el uso de políticas de hoja de balance para fines de estabilización macroeconómica ha reflejado las restricciones en políticas más convencionales como tasas de interés nominales de corto plazo, las cuales fueron llevadas a niveles muy bajos sin alcanzar los objetivos de estabilidad macroeconómica. En tiempos más normales, cuando a corto plazo los tipos de interés no están limitados, se espera que la política monetaria de hoja de balance sea utilizada rara vez. Por el contrario, anunciar orientación hacia el futuro y otras formas de comunicación acerca del manejo de la política monetaria puede ser útil cuando se alcanza el límite inferior de cero y este ya no es relevante para la economía y espero que aumente el uso de estas herramientas en el futuro.

Política de estabilidad financiera

A pesar de que los bancos centrales fueron innovadores en la operación de su política monetaria, se vieron obligados a ser iguales de innovadores en la restauración y en el mantenimiento de la estabilidad financiera. Sirviendo como un prestamista de última instancia –listos en caso de crisis para prestar a las instituciones financieras solventes, pero sin liquidez, con garantías suficientes– por supuesto, esta es una función tradicional de los bancos centrales. De he-

cho, la necesidad de una institución que podría servir para esta función fue la motivación principal para la creación de la Reserva Federal en 1913. La ventanilla de descuento de la Reserva Federal es un ejemplo de una facilidad que funciona en tiempos normales para proporcionar a muy corto plazo liquidez a instituciones depositarias. La mayoría de bancos centrales cuenta con facilidades monetarias con características similares, las cuales por lo general están dirigidas a los bancos comerciales que se encuentran con necesidades temporales de liquidez. Sin embargo, durante la crisis como los mercados financieros a corto plazo no funcionan normalmente, los bancos centrales de todo el mundo actuaron con fuerza para canalizar liquidez a las instituciones y los mercados por el alargamiento de los plazos de sus préstamos, lo que aumentó el rango de garantías aceptadas, y la ampliación del conjunto de entidades con la que podría llevar a cabo las operaciones.

Para ayudar a estabilizar el sistema financiero y facilitar el flujo de crédito a los hogares y las empresas, la Reserva Federal respondió a las dislocaciones en los mercados financieros al aumentar dramáticamente la cantidad de financiamiento disponible a largo plazo que proporcionaba a los bancos, el establecimiento de nuevas facilidades de préstamo a instituciones no bancarias y la disponibilidad de financiamiento para apoyar la operación en los mercados financiero clave. En otros lugares, incluyendo Canadá, la Zona del Euro y el Reino Unido, los bancos centrales introdujeron facilidades de liquidez similares o ampliación de facilidades existentes para aumentar la provisión de liquidez en sus monedas locales. Los tipos de facilidades han variado entre los países en consonancia con las diferencias en los sistemas financieros. En la Zona del Euro, donde el sector bancario desempeña un papel relativamente importante en la intermediación financiera, el BCE se centró en el aumento de liquidez a los bancos. Del mismo modo, el Banco de Inglaterra trató de mejorar las posiciones de liquidez de los bancos por lo que les permite intercambiar activo ilíquidos respaldados por hipotecas por bonos del Tesoro del Reino Unido con plazo de hasta tres años. Una de las lecciones de la crisis fue que los mercados financieros se han vuelto tan globalizados que ya no puede ser suficiente con que los bancos centrales ofrezcan liquidez en su propia moneda, las instituciones financieras podrían enfrentar escasez de liquidez en otras monedas. Por esa razón, la Reserva Federal estableció los acuerdos bilaterales de swap de divisas con 14 bancos centrales extranjeros durante la crisis financiera. Las facilidades financieras en swaps han permitido que estos bancos centrales puedan tomar prestados dólares de la Reserva Federal para prestar a los bancos en sus jurisdicciones, lo que ha servido para aliviar las condiciones en los mercados de financiación en dólares a nivel mundial.

Del mismo modo, el BCE estableció las líneas bilaterales de *swap* con otros bancos centrales de Europa para el intercambio de euros para sus respectivas monedas. Como prestamista de última instancia, un banco central trabaja para contener episodios de inestabilidad financiera, pero los acontecimientos recientes han puesto de manifiesto la importancia de anticipar y desactivar las amenazas a la estabilidad financiera antes de que puedan causar daños en el sistema financiero y la economía. En particular, la crisis ilustra algunos de los beneficios importantes de la participación de los bancos centrales en la supervisión financiera.

Entre estos beneficios está la facilitación de intercambio de información entre supervisores y los proveedores de respaldo de liquidez especialmente durante la crisis, por lo cual la habilidad de utilizar la experiencia en el manejo de la política monetaria y la política de estabilidad financiera y la utilización de la información de los supervisores mejora la eficacia sobre las condiciones económicas y financieras para la política monetaria. La apreciación de estos beneficios está llevando a papeles más importantes a los bancos centrales en la supervisión financiera. Por ejemplo, el Banco de Inglaterra recibió facultades ampliadas y mayores responsabilidades para la estabilidad financiera, con el establecimiento de un regulador prudencial como una filial del banco central y la creación de un Comité de Política Financiera por separado dentro del banco central cuyo propósito es identificar, controlar y tomar medidas para reducir los riesgos sistémicos. En la Zona del Euro, el recién creado Consejo Europeo de Riesgo Sistémico, está presidido por el presidente del BCE, e incluye a los gobernadores de todos los bancos europeos centrales de la Unión. Este Consejo se basa fundamentalmente en la experiencia del banco central, incluidos los datos estadísticos de análisis, y el apoyo administrativo de la BCE. En los Estados Unidos, la Reserva Federal no solo ha reorientado sus actividades de supervisión existentes para incorporar un enfoque sistémico más amplio, sino también se le ha asignado nuevas responsabilidades para la estabilidad financiera, incluyendo la autoridad de supervisión sobre las instituciones financieras no bancarias, que son designados como de importancia sistémica por el Consejo de Supervisión de la Estabilidad Financiera.

La integración de la política monetaria y las políticas de estabilidad financiera

En las décadas anteriores a la crisis, la política monetaria había llegado a ser vista como la función principal de los bancos centrales, su papel en la preservación de la estabilidad financiera no fue ignorado, pero fue minimizado en cierta medida. La crisis financiera ha cambiado todo eso. Políticas para mejorar la

estabilidad financiera y la política monetaria se ven ahora con igualdad de responsabilidades por parte de los bancos centrales. Sin embargo, surge la pregunta: ¿Cómo deberían estas dos funciones críticas encajar juntas? A nivel institucional, como ya he sugerido, que las dos funciones son altamente complementarias. La política monetaria, la supervisión financiera y el rol de prestamista de última instancia se benefician del intercambio de información y experiencia. En la Reserva Federal, por ejemplo, los macroeconomistas ayudan a diseñar los escenarios base de las pruebas de tensión financiera utilizados por los supervisores bancarios, mientras que los supervisores proporcionan información sobre las condiciones de crédito a los pronosticadores macroeconómicos. Las amenazas a la estabilidad financiera y de sus posibles implicaciones para la economía, se discuten a fondo en las reuniones del FOMC. Un debate importante para el futuro se refiere a la medida en que es útil para los bancos centrales tratar de hacer una clara distinción entre sus responsabilidades de estabilidad monetaria y financiera, incluyendo la designación de un conjunto separado de instrumentos de política para cada objetivo. Por ejemplo, durante la crisis, el BCE ha mantenido su “principio de separación” en virtud del cual orienta los cambios en su tasa de política monetaria hacia el logro de la estabilidad de precios y centra sus mecanismos de liquidez no convencionales y las medidas del balance hacia la solución de los mercados disfuncionales.

La idea de que la política es más eficaz cuando los instrumentos por separado se dedican a objetivos distintos es coherente con el principio conocido por los economistas como la regla de Tinbergen. En la práctica, la distinción entre los objetivos de estabilidad macroeconómica y financiera siempre será borrosa, hasta cierto punto, habida cuenta de las poderosas interacciones entre las condiciones financieras y económicas. Por ejemplo, las acciones de política monetaria que mejoren las perspectivas económicas también tienden a mejorar las condiciones de las empresas financieras, del mismo modo, las acciones para apoyar el funcionamiento normal de las instituciones financieras y los mercados pueden ayudar a lograr los objetivos monetarios del banco central mediante la mejora de los flujos de crédito y la mejora de la transmisión de la política monetaria. Sin embargo, el debate sobre si es posible dedicar herramientas específicas de política para los objetivos de estabilidad macroeconómica y financiera es útil, y que se plantee algunas cuestiones prácticas importantes. Un ejemplo destacado es la cuestión de si la política monetaria debe “ir contra” los movimientos en los precios de los activos o los agregados de crédito en un esfuerzo por promover la estabilidad financiera. En mi opinión, la cuestión no es si los bancos centrales deberían ignorar los posibles desequilibrios financie-

ros —no deben— sino más bien, cuál es la herramienta adecuada para hacer el trabajo para responder a tales desequilibrios. La evolución del consenso sobre este tema no está resuelta en absoluto y es que la política monetaria es una herramienta demasiado tosca para ser utilizada rutinariamente para hacer frente a posibles desequilibrios financieros, así como que la política monetaria debe seguir centrándose en los objetivos macroeconómicos, mientras que se deben implementar más herramientas orientadas a temas micro y macroprudenciales para hacer frente a los riesgos para la estabilidad financiera en desarrollo, como el crecimiento excesivo del crédito. Las herramientas prudenciales pueden ser estructurales o cíclicas en la naturaleza. Ejemplos de herramientas estructurales son medidas cautelares para asegurar niveles adecuados de capital y la liquidez en el sector bancario o para aumentar la resistencia de la infraestructura financiera a la crisis. Ejemplos de las herramientas prudenciales cíclicas incluyen diferentes tramos en la relación préstamo-valor de las hipotecas como han hecho Corea y Hong Kong, o dando un aprovisionamiento dinámico de las pérdidas de los bancos, como se emplea en España, incluyendo los requisitos de capital contracíclico, como han sido establecidos en Basilea III. En principio, las herramientas prudenciales estructurales y cíclicas podrían amortiguar tanto la acumulación de desequilibrios y reforzar la capacidad de resistencia del sector financiero a una disminución de precios de los activos mediante el aumento de su capacidad para absorber pérdidas. Las diversas herramientas de regulación y supervisión financiera, junto con un seguimiento adecuado del sistema financiero, debe ser la primera línea de defensa contra la amenaza de la inestabilidad financiera. Sin embargo, la efectividad de dichas políticas específicas en la práctica aún no se ha demostrado, por lo que la posibilidad de que la política monetaria podría ser utilizada para apoyar los objetivos de estabilidad financiera, por lo menos en el margen, no debe ser descartada.

Conclusión

La crisis financiera de 2008 y 2009 dejará una impresión duradera en la teoría y en la práctica de la banca central. Con respecto a la política monetaria, los principios básicos del marco operativo de metas explícitas de inflación flexible, el compromiso de un objetivo de inflación de mediano plazo, la flexibilidad para hacer frente a las desviaciones de pleno empleo y un énfasis en la comunicación y la transparencia parecen destinados a sobrevivir. Sin embargo, siguiendo una tradición mucho más antigua de la banca central, la crisis nos recordó que la responsabilidad de los bancos centrales para proteger la estabilidad financiera es al menos tan importante como la responsabilidad de utilizar la política monetaria de manera

efectiva en la consecución de los objetivos macroeconómicos. Un consenso en evolución sostiene que los bancos centrales pueden dedicar herramientas independientes para lograr la estabilidad financiera y los objetivos macroeconómicos, pero este consenso debe ser visto como provisional. Ciertamente, las herramientas de política monetaria parecen estar mucho mejor preparadas hoy en día que antes de la crisis: instrumentos de política monetaria que pueden ser ejercidos si es necesario, incluyendo la gestión del balance del banco central y, en mayor medida que en el pasado, la comunicación sobre el futuro de las acciones de política monetaria. La política de estabilidad financiera es la primera línea de defensa, al menos de una serie de herramientas micro y macroprudenciales, tanto estructurales como herramientas que den seguimiento durante el ciclo económico, con el apoyo de un mejor seguimiento y análisis de los riesgos potenciales para la estabilidad sistémica. Claramente, comprender y aplicar las lecciones de la crisis llevará algún tiempo, tanto a nivel teórico como práctico; y profesionales de la banca central tienen que trabajar duro para ello.

