



## La banca central después de la crisis<sup>1</sup>

La crisis financiera mundial reveló que algunos de los supuestos básicos en los que subyace el consenso de los bancos centrales ya no son sostenibles, lo que requiere un replanteamiento importante sobre cuál debe ser el papel del banco central. Este documento explora a qué se enfrentan los bancos centrales después de la reciente crisis financiera. En primer lugar, se describe el consenso sobre el objetivo principal de los bancos centrales antes de la crisis, luego se listan los factores clave aprendidos que requieren cambios en la forma en la que se conducen los bancos centrales actualmente. Finalmente, se describen tres áreas principales en las cuales los bancos centrales están modificando sus marcos de política: 1) la interacción entre las políticas monetaria y financiera; 2) la política monetaria no convencional; y 3) el manejo de riesgo.

### I. La banca central antes de la crisis

Desde principios de los años 2000, la investigación académica y la experiencia de los bancos centrales han respaldado la estrategia de política monetaria denominada “Metas Explícitas de Inflación” (MEI). Esta estrategia implica un compromiso firme y creíble de parte del banco central para estabilizar la inflación en el largo plazo, a menudo con el anuncio de un objetivo numérico explícito, que además permite a los bancos centrales llevar a cabo acciones para

estabilizar el producto alrededor de su nivel natural en el corto plazo. Al parecer, esta estrategia ha sido considerada muy exitosa, habiendo sido adoptada tanto en economías emergentes como avanzadas, experimentando indistintamente una inflación baja y estable, así como fluctuaciones moderadas en el producto.

Previo a la crisis financiera de 2008-2009 la mayor parte de economistas y banqueros centrales encontraba una dicotomía natural entre la política monetaria y las políticas de estabilidad financiera, por lo que pensaban que estas últimas podían conducirse de forma independiente, por medio de la utilización de diferentes instrumentos de política. Sin embargo, estaba claro que las perturbaciones financieras tienen un efecto adverso sobre la actividad económica, por lo que optaron por elaborar informes de estabilidad financiera para discutir posibles riesgos que podrían afectar al sistema financiero. Aun así, los escenarios de modelaje de equilibrio general no incorporaban a las fricciones financieras como una fuente importante de fluctuaciones en la economía, llevando a la política monetaria a enfocarse únicamente en moderar la inflación y la brecha del producto, dejando el trabajo

### Contenido

1. La banca central después de la crisis..... p.1
2. Estrategias de comunicación y efectividad en la política monetaria.....p.8

1. Traducción libre y resumen del documento “Central banking after the crisis” de Frederick S. Mishkin (2013), elaborada por Eva María de León Fajardo, analista del Departamento de Investigaciones Económicas, Banco de Guatemala.

de promover la estabilidad financiera a los entes de supervisión y regulación.

## II. Factores clave aprendidos durante la crisis financiera

Los principales aspectos aprendidos durante la crisis financiera internacional son los siguientes:

### A. Las perturbaciones financieras producen efectos no lineales en el sistema económico

Las perturbaciones financieras son intrínsecamente no lineales porque implican un ciclo de retroalimentación negativo, en el cual la disminución en el valor de los activos financieros genera una contracción de la demanda agregada, la que a su vez conduce a una mayor reducción en el valor de dichos activos.

### B. Las perturbaciones del sector financiero tienen un impacto negativo en la actividad económica por un periodo largo

Cuando las economías experimentan grandes recesiones, típicamente, estas vienen seguidas por una sólida recuperación. Sin embargo, este patrón no es característico de las recesiones que provienen de una crisis financiera ya que el proceso de desapalancamiento tarda mucho tiempo en normalizarse. Producto de lo anterior, los economistas reconocen que las pérdidas de producción acumuladas provenientes de las crisis financieras son enormes y que no deben desviar su atención de las mismas.

### C. La estabilidad de precios y del producto no asegura la estabilidad financiera

El entorno económico benigno que se tenía en 2007 seguramente no protegió a la economía de la inestabilidad financiera, es más, pudo haberla promovido. La baja volatilidad de las fluctuaciones de la inflación y del producto pudo haber hecho creer a los participantes del mercado que existía un menor riesgo en la economía que el que había en realidad. Algunas investigaciones teóricas incluso sugieren que entornos económicos benignos podrían promover la toma excesiva de riesgo y, de hecho, podrían volver más frágil al sistema financiero. Aunque la estabilidad en el precio y la producción es, sin duda alguna, beneficiosa, la crisis reciente demostró que una política centrada exclusivamente en estos objetivos puede no ser suficiente para producir buenos resultados económicos.

### D. Las tasas de interés bajas pueden fomentar la toma excesiva de riesgo

El hecho de que las políticas de tasas de interés bajas de la Reserva Federal de los Estados Unidos, desde 2002 a 2005, fueron seguidas por la excesiva toma de riesgo sugiere a muchos que la política monetaria extremadamente relajada podría promover la inestabilidad financiera. La literatura provee dos razones básicas del porqué sucede esto. En primer lugar, las tasas de interés bajas pueden incrementar los incentivos a los administradores de activos en las instituciones financieras a buscar un mayor rendimiento, y así incrementar la toma de riesgo. Estos incentivos podrían provenir de acuerdos contractuales que compensan a los gestores de activos con rendimientos por encima de un nivel mínimo, a menudo cero; con tasas de interés nominales bajas, únicamente las inversiones de alto riesgo llevan a altas compensaciones. Un segundo mecanismo es a través de efectos de ingreso y de valoración. Las tasas de interés bajas incrementan los márgenes de interés netos e incrementan el valor de las firmas financieras, expandiendo su capacidad de incrementar su apalancamiento y asumir riesgos. Además, las tasas de interés bajas pueden aumentar los valores colaterales, permitiendo de nuevo el aumento de los préstamos.

### E. La restricción del límite inferior igual a cero en las tasas de interés de política limita más de lo esperado

La restricción de que las tasas de interés de política no pueden ser menores que cero significa que la

<b>Director</b> Oscar Roberto Monterroso S.	<b>Producción</b> Sergio Armando Hernández R. Leonel Enrique Dubón Q.
<b>Consejeros</b> Antonieta Gutiérrez Rómulo Oswaldo Divas M.	<b>Edición</b> Juan Francisco Sagúí Argueta
<b>Coordinador</b> Ivar Ernesto Romero Ch.	<b>Arte y Diagramación</b> Pablo Emilio Méndez Lima

**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 reflejarían 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.

política monetaria expansiva se vuelve inefectiva cuando un choque lo suficientemente negativo golpea la economía, de tal manera que se necesitaría una tasa de interés negativa para estimular la economía. A esto se le conoce como el problema del límite inferior igual a cero. En esta situación, los bancos centrales necesitan recurrir a otras medidas de política que se han venido conociendo como políticas no convencionales, las cuales implican: 1) manejar las expectativas de tal manera que la tasa de interés de política se prevea manteniéndose baja por un periodo largo, reduciendo de esta manera las tasas de interés de largo plazo; 2) disminuir las primas por riesgo y por plazo mediante la compra de valores, y cambiando así su oferta relativa; o 3) por intervenciones cambiarias dirigidas a reducir el valor de la moneda local, que llevaría a incrementar la demanda externa de producto local.

#### **F. Las crisis financieras suelen conducir a crisis fiscales**

Las crisis financieras van acompañadas de un fuerte aumento en el nivel de endeudamiento del gobierno. Por otra parte, este aumento tiene el potencial de conducir a incumplimientos en la deuda soberana.

### **III. La banca central después de la crisis**

Los principales aspectos que, producto de la crisis financiera internacional, han generado debate sobre el accionar de la banca central son los siguientes:

#### **A. Interacción entre la política monetaria y la política de estabilidad financiera**

El hecho que la estabilidad de precio y de producto no asegura la estabilidad financiera, que bajas tasas de interés pueden promover la toma excesiva de riesgo, y que las perturbaciones en los mercados financieros tienen un impacto muy negativo en la actividad económica por un largo periodo, sugiere que la política monetaria debería ser ajustada de tal forma que promueva la estabilidad financiera. Para entender el porqué es necesario analizar el origen de la inestabilidad financiera, mucha literatura ha fijado su atención en las burbujas de activos como promotoras de perturbaciones financieras; sin embargo, no son estas por sí mismas las que provocan dicha inestabilidad, sino su interacción con el sector financiero, produciendo las llamadas burbujas conducidas por el crédito. Es más fácil identificar las burbujas conducidas por el crédito que identificar si los precios de los activos se están desviando de sus valores fundamentales. Los entes reguladores y los bancos centrales tienen

con frecuencia información indicando que los prestamistas han debilitado sus criterios de garantía, que la prima por riesgo pareciera ser excesivamente baja o que la extensión de crédito está creciendo a tasas irregularmente altas. Por lo tanto, el argumento de que es difícil identificar las burbujas de precio de los activos no es válido.

Siendo conscientes de que existe fuerte evidencia para inclinarse en contra de las burbujas crediticias, surge la pregunta sobre qué políticas a tomar son las más efectivas. En primer lugar, reconocer que las fallas en el mercado son el problema. Es natural ver las medidas de regulación prudencial como una forma de contraer las burbujas crediticias. Estas medidas estándares, enfocadas en promover la seguridad y solidez de los agentes individuales, caen en la categoría de supervisión microprudencial. Sin embargo, aún si estos agentes están operando de manera prudente, existe un peligro de toma excesiva de riesgo debido a las interacciones entre las firmas financieras que promueven externalidades. Un enfoque alternativo, que se ocupa de estas interacciones, enfocándose en lo que está sucediendo en los mercados de crédito en el agregado, se conoce como supervisión macroprudencial.

Aunque la supervisión macroprudencial debería ser la primera línea de defensa contra las burbujas conducidas por el crédito, aún existe la pregunta si la política monetaria debería ser usada para contraer dichas burbujas, ya que, existiendo un instrumento para estabilizar el sector financiero, sería mejor dejar que la supervisión financiera se encargara de la estabilidad financiera, dejando a la política monetaria enfocarse en el precio y el producto. No obstante, existen dudas si la supervisión macroprudencial es capaz en su totalidad de llevar a cabo esta tarea, debido a que está más sujeta a presiones políticas que la política monetaria. Por lo tanto, la posibilidad de que las políticas macroprudenciales no se implementen lo suficientemente bien para contraer las burbujas crediticias sugiere que la política monetaria debería ser utilizada en su lugar. Sin embargo, surge otra objeción para el uso de la política monetaria: restringir la política monetaria podría ser inefectiva para restringir ciertas burbujas de activos, ya que los participantes del mercado esperarían altas tasas de retorno de los activos provenientes de dichas burbujas. Por otra parte, la evidencia relacionada al canal del riesgo de la política monetaria sugiere de forma más robusta que incrementar las tasas de interés ayudaría a restringir el crecimiento del crédito y la toma excesiva de riesgo. No obstante, el

uso de la política monetaria para evitar las burbujas de crédito no está exento de problemas. Actuando así, se obtendría una economía más débil de la que las autoridades monetarias desearían, o, incluso, una inflación que cae por debajo de su meta. Esto sugiere que existe un intercambio entre tener los pronósticos de inflación en meta, y la búsqueda de la estabilidad financiera. Además, tener la política monetaria enfocada en la estabilidad financiera podría llevar a una confusión sobre el compromiso del banco central respecto a la meta de inflación, con potenciales efectos adversos sobre la producción.

Finalmente, después de este análisis no se puede seguir creyendo que exista una dicotomía entre las políticas monetarias y de estabilidad financiera, por lo que la coordinación entre estas políticas adquiere mayor valor cuando se persiguen los tres objetivos de estabilidad de precios, estabilidad de la producción y la estabilidad financiera.

## 1. Política monetaria no convencional

En tiempos normales, las autoridades monetarias conducen su política mediante herramientas convencionales, principalmente a través de operaciones de mercado abierto con deuda pública de corto plazo, fijando una tasa de interés de política de corto plazo. Sin embargo, durante crisis financieras los bancos centrales necesitan adoptar herramientas que no estén relacionadas con una tasa de interés de política. Esto ocurre por dos razones, en primer lugar, porque las perturbaciones financieras provocan que mercados de crédito específicos se paralicen, por lo que se necesitan medidas específicas dirigidas hacia estos mercados de tal manera que estos continúen funcionando. En segundo lugar, el choque negativo a la economía conlleva al problema del límite inferior igual a cero, donde la política monetaria convencional ya no es operacional. La política monetaria no convencional toma cuatro formas: 1) suministro de liquidez; 2) compras de activos provenientes del gobierno y del sector privado; 3) flexibilización cuantitativa (QE por sus siglas en inglés, *Quantitative Easing*); y 4) manejo de expectativas.

i. **Suministro de liquidez.** La ampliación de los programas de préstamos de la Reserva Federal de los Estados Unidos durante la crisis financiera de 2007-2009 fue realmente notable, ampliando su hoja de balance por más de un billón de dólares a finales de 2008, continuando con dicha expansión hasta 2009. Al evaluar esta acción, algunos investigadores argumentan que este tipo de programas tienen realmente poco efecto.

Otros opinan que es más relevante el anuncio del uso de tales programas que realmente los préstamos en sí. Y otras investigaciones concluyen que estos programas han ayudado a mantener bajas tasas de interés, así como a mejorar el desempeño de los mercados financieros. Estos estudios sugieren que el suministro de liquidez ha ayudado a estabilizar los mercados financieros durante la crisis.

ii. **Compras de activos a gran escala.** El objetivo de esta herramienta consistía en bajar las tasas de interés de algunos tipos de activos en particular. Por ejemplo, a través de estas compras se podía reducir la tasa de interés de las hipotecas para estimular el mercado inmobiliario; o, estimular la economía reduciendo las tasas de interés de largo plazo que son más relevantes para las decisiones de gasto de los hogares y de las empresas. Estudios realizados sobre el impacto de estas compras realizadas por la Reserva Federal de los Estados Unidos revelan bajas sustanciales en las tasas de interés de largo plazo en los bonos del Tesoro y en las hipotecas, como resultado de mejorar la liquidez en estos mercados. Aunque las compras de activos a gran escala puedan estimular la economía reduciendo las tasas de interés de esos activos, esto no puede ser realizado sin costos. En primer lugar, porque estas compras en el mercado de activos fueron de valores de largo plazo, lo cual expone al banco central a riesgo de interés (y riesgo crediticio), debido a que estos valores pueden tener fluctuaciones sustanciales en sus precios. Además, las posibles pérdidas en estas inversiones podrían poner en riesgo la autonomía de la política monetaria. Otro riesgo es que las compras de títulos públicos de largo plazo pueden crear la percepción de que el banco central está dispuesto a permitir y apoyar una política fiscal irresponsable mediante la monetización de la deuda.

iii. **Flexibilización cuantitativa.** Al incremento sin precedentes de la hoja de balance por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos (FED) se le ha llamado "*Quantitative Easing*" (QE por sus siglas en inglés), flexibilización o relajamiento cuantitativo. Estos grandes incrementos en la base monetaria en un ambiente económico normal darían como resultado una expansión de la disponibilidad de dinero, lo cual al largo plazo podría generar inflación. En la literatura académica existen argumentos para ser escépticos respecto a la eficiencia del QE.

Primero, la expansión en la hoja de balance de la FED y en la base monetaria no resultó en un incremento grande de la disponibilidad de dinero, ya que este exceso de liquidez se dirigió, más bien, hacia el exceso de reservas. Segundo, al estar la tasa de los fondos federales en el límite inferior igual a cero, con la expansión de la hoja de balance y de la base monetaria, no se podían reducir más las tasas de interés de corto plazo para estimular la economía. Tercero, el incremento en la base monetaria no significa que los bancos fueran a incrementar los préstamos, ya que podían utilizar el exceso de liquidez en sus reservas en lugar de generar préstamos para los agentes económicos.

Entonces, surge la duda sobre la efectividad del QE, y si esto significa que las acciones de la Reserva Federal de expandir la hoja de balance están equivocadas, o no son las adecuadas para estimular la economía. Se puede considerar que la respuesta es no, por dos razones. La primera razón es que el presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, fue claro al decir que el propósito del QE no era expandir la hoja de balances de la FED sino que el motivo del QE era mejorar la disponibilidad de crédito, en especial a segmentos de la economía donde el crédito se ha estancado. Cuando la Reserva Federal le provee fondos a un segmento en particular de la economía en donde el crédito se ha estancado, este se logra reactivar permitiendo a la economía distribuir capital de una manera adecuada y productiva, lo cual estimula la economía en general. En segundo lugar, la compra de activos específicos también puede incrementar la demanda de los mismos, al reducir la tasa de interés de esos bienes en relación a otros activos financieros promoviendo el gasto nominal. Existen razones por las cuales se puede ser escéptico en cuanto a que la compra de bienes puede afectar las tasas de interés cuando los mercados están funcionando de manera normal. De hecho, algunos estudios sugieren que la mayor parte del efecto de la compra de activos sobre las tasas de interés se da a través de las expectativas de los agentes económicos, según la política que tome la Reserva Federal en el futuro. Lo cual será discutido en la siguiente sección.

**iv. Manejo de expectativas.** Otra manera en la que los bancos centrales pueden reducir las tasas de interés de largo plazo y estimular la economía es a través de cambiar las expectativas de la tasa de interés de política. Este tipo de estrategia,

como instrumento de política monetaria, ha sido denominado como el manejo de expectativas. Un ejemplo en donde la Reserva Federal de los Estados Unidos (FED) utilizó esta estrategia fue en diciembre del 2008, cuando anunció que esperaba mantener la tasa de interés efectiva de la Reserva Federal (*federal fund rate*) en niveles cercanos a cero por un periodo extendido. Este anuncio logró reducir las tasas de interés de largo plazo a través del mecanismo de la hipótesis de las expectativas, bajo el cual las tasas de interés de largo plazo serían iguales, en promedio, a las tasas de interés de corto plazo. Al comprometerse en mantener la tasa de interés de política monetaria a cero por un periodo extendido, la FED pudo reducir las expectativas en los mercados de las tasas de interés de corto plazo futuras, causando al mismo tiempo que las tasas de largo plazo también cayeran. Existen dos tipos de compromisos que la banca central puede hacer en términos de acciones futuras en la política monetaria: condicional e incondicional. Un compromiso incondicional tiene la ventaja de ser más sólido que un compromiso condicional, ya que no sugiere que el compromiso será abandonado, por lo que es más probable tener un mayor efecto en las tasas de interés de largo plazo. Desafortunadamente, tiene la desventaja que, aun si las circunstancias cambian de tal manera que sería mejor abandonar el compromiso, el banco central tendría que mantenerlo, aunque esto consistiera en una política no óptima. El problema con los compromisos de política incondicionales es que pareciera que los compromisos de política deberían de ser condicionales. Esto a su vez genera la pregunta de cuál debe ser la condición que dicta los diferentes compromisos de política. Cuando existe el problema del límite inferior igual a cero, el compromiso de política debería estar condicionado a un criterio que vuelva la historia de la política monetaria dependiente de una forma particular. Es más, la política debería ser más relajada que si no existiera el problema del límite inferior igual a cero, esto para que las expectativas de una política relajada mitiguen el efecto de la tasa de interés en cero cuando esta ya ha restringido las expectativas de incremento de tasas. En específico, algunos economistas sugieren que la tasa de interés de política debería de mantenerse en cero hasta que el nivel de precios alcance el patrón de un nivel de precios ajustado por la brecha del producto. Ya que este concepto de “nivel de precios ajustados por la brecha del producto” es difícil de entender para el público en general.

Otros académicos sugieren un criterio más simple en donde el crecimiento del PIB nominal, el cual aumenta al ritmo de la tasa de inflación, sea multiplicado por la tasa de crecimiento del PIB potencial como criterio para subir las tasas de interés, y se empezara utilizando como criterio el nivel al que llegó el PIB potencial antes que el problema del límite inferior igual a cero ocurriera en la economía.

Esta propuesta tiene varias ventajas sobre otros criterios propuestos para el incremento de tasas en un ambiente del límite inferior igual a cero. Por ejemplo, subir la tasa de interés de política cuando se llegue a un nivel de desempleo del 7% y un nivel de inflación del 3%; o subir la meta de inflación a un 4%. Existen dos problemas con estas propuestas. Primero, ambas ven a futuro (políticas denominadas *forward-looking*), y no dependen de los sucesos pasados. Por lo tanto, si se diera un choque negativo a la economía que redujera la producción y la inflación alejándoles más de la meta, ninguna de estas propuestas conllevaría a mantener la tasa de interés de política en cero, lo cual, en este caso, sería lo óptimo. El segundo problema con estas propuestas es que desanclaría las expectativas de inflación de largo plazo. Si los bancos centrales permiten que la inflación suba más allá de la meta inicial, la premisa de mantener la estabilidad de precio ya no es creíble. El primer criterio propuesto no tiene este problema ya que mantiene la meta establecida de mantener el nivel de inflación en el largo plazo. Permite a la inflación estar por arriba de la meta temporalmente, sin cambiar el objetivo de largo plazo, y regresar, cuando no existan las restricciones del límite inferior igual a cero, al comportamiento convencional de la banca central, que consiste en un régimen monetario flexible con metas explícitas de inflación en el mediano plazo. Existen todavía grandes obstáculos para que los bancos centrales adopten compromisos condicionales basados en un patrón nominal del PIB. Primero, se vuelve más difícil explicar al público y a los mercados financieros el mecanismo con el cual está operando la banca central. Una meta de inflación es mucho más sencilla de explicar que el concepto de un PIB nominal al cual el público está menos familiarizado. Segundo, cuando la inflación llegue a estar temporalmente por encima de su meta de largo plazo, la banca central debe de ser muy cuidadosa en explicar de manera clara que esto no significa que se ha perdido el compromiso de la meta de inflación.

Tercero, un patrón con base en el PIB nominal requiere que los bancos centrales tomen una posición respecto a la tasa de crecimiento del PIB potencial deseada, bajo la cual existe una gran incertidumbre económica. Este último problema podría ser fatal si los bancos centrales ignoran lo que está pasando con la inflación al estimar la brecha del producto.

Como ya se discutió, la compra masiva de activos solo puede ser efectiva si también se cambian las expectativas de las tasas de interés futuras. Si este es el caso, el manejo de las expectativas, cuando la economía se encuentra en el límite inferior igual a cero, es la única herramienta que los bancos centrales poseen. La compra masiva de activos también puede tener un rol importante en manejar las expectativas. Un anuncio, que conlleve un compromiso de política de manejar las expectativas puede no ser suficientemente creíble ya que solo se queda en palabras. Si se hace la compra masiva de activos y, además, un compromiso de política, podría hacer el compromiso más creíble ya que estaría atado a una transacción monetaria.

- v. **Manejo de riesgo y gradualismo.** Cuando los participantes del mercado financiero, específicamente los fijadores de precios y salarios, están relativamente viendo a futuro, la política óptima bajo compromiso se caracteriza por una considerable inercia, lo que se conoce comúnmente como gradualismo. Numerosos estudios empíricos han caracterizado la política monetaria antes de la crisis utilizando reglas tipo Taylor, en las cuales la tasa de interés de política responde a las brechas de inflación y de producto; estos estudios han encontrado que el ajuste de la regresión mejora mediante la inclusión de rezagos en la tasa de interés que refleja el suavizamiento del patrón de ajuste típico. En tal ambiente, la política monetaria óptima no se centra en el riesgo de cola, el cual debería requerir el manejo de riesgo. A pesar de que el marco lineal-cuadrático podría funcionar razonablemente bajo circunstancias normales, como ya se ha mencionado, las perturbaciones financieras pueden hacer a la macroeconomía altamente no lineal. La importancia de las fricciones financieras y las relaciones no lineales en la economía proporcionan una base para una forma particular de enfoque de política monetaria con manejo de riesgo con la cual se puede actuar de forma preventiva para cuando ocurran perturbaciones financieras. En este enfoque de política monetaria se abandona el

gradualismo. Para alcanzar un funcionamiento normal más efectivamente, la política monetaria debería ser oportuna, decisiva y flexible.

En el enfoque de manejo de riesgo ya mencionado se abandona el marco lineal-cuadrático, en el cual la política monetaria óptima implica cambios graduales. En cambio, con este nuevo enfoque, las acciones más agresivas tomadas por los bancos centrales para minimizar el riesgo macroeconómico darían lugar a grandes cambios preventivos en la política monetaria. Un peligro que se corre con las acciones preventivas agresivas es que estarían siendo tomadas como parte de un enfoque de manejo de riesgo, lo cual podría crear la percepción de que las autoridades monetarias están demasiado enfocadas en la estabilidad económica y no lo suficiente en la estabilidad de precios. Si llegase a tenerse tal percepción, las acciones preventivas podrían llevar a un incremento en las expectativas inflacionarias. La flexibilidad de actuar de forma preventiva contra las perturbaciones financieras presupone que las expectativas de inflación están bien ancladas y que sea poco probable que aumenten durante un periodo de relajación monetaria temporal. Por lo tanto, para funcionar de forma efectiva, el enfoque basado en manejo de riesgo mencionado requiere de un compromiso a una sólida ancla nominal.

han convertido más grandes y la conducción de la política se ha vuelto más compleja.

#### **IV. Consideraciones finales**

A pesar de tantos paradigmas, la banca central básica, basada en metas de inflación flexibles, en la cual el banco central hace un compromiso creíble de estabilizar la inflación en el largo plazo, aún es válida. Sin embargo, existen tres áreas en las cuales los bancos centrales necesitan cambiar. En primer lugar, la política monetaria necesita evitar a tiempo las burbujas conducidas por el crédito, que es donde se da la interacción entre la política monetaria y la política macroprudencial, en la cual una política macroprudencial más restringida requeriría una política monetaria más laxa, y viceversa. En segundo lugar, en la coyuntura actual, es necesaria una política monetaria no convencional basada en el manejo de las expectativas para estabilizar la economía; sin embargo, los canales de comunicación son aún retos muy serios. Y, por último, las no linealidades de la economía implican el uso de un enfoque de manejo de riesgo para hacer frente a las perturbaciones financieras.

En conclusión, la banca central está entrando ahora en un nuevo mundo en el que los retos se

## Estrategias de comunicación y efectividad de la política monetaria<sup>2</sup>

Es verdad que los banqueros centrales disfrutaban de un alto grado de discreción y flexibilidad para llevar a cabo la política monetaria. Sin embargo, estas secretas tácticas tuvieron un costo. El cual fue crear confusión en el público y los mercados sobre los objetivos de la política monetaria, lo cual ocasionó que los bancos centrales se hicieran más vulnerables a las presiones políticas, a veces corriendo en problemas de consistencia de tiempo y finalmente perder efectividad para lograr su mandato.

En las últimas dos décadas, los bancos centrales han aprendido que la política monetaria es más efectiva cuando es transparente, debido a que genera una mayor confianza en ella de parte del público, además influye con mayor eficacia en las condiciones financieras, la economía real y la inflación. Además, una mayor transparencia sobre los objetivos, instrumentos y análisis es una consecuencia natural de la independencia del banco central. La rendición de cuentas en el sistema político y en el público reduce las posibilidades de las presiones políticas externas sobre la política monetaria y esta conserva su autonomía a través del tiempo.

Para el banco central la comunicación es actualmente un núcleo y una tarea muy exigente, las autoridades tienen que explicar claramente su política, objetivos operativos, presentar periódicamente informes sobre las políticas monetarias y hasta ofrecer conferencias de prensa para comunicar sus puntos de vista sobre el estado actual y futuro de la economía, los balances de riesgo, los cambios en la tasa de política en el escenario base y escenarios alternos.

### Orientación hacia adelante (*forward guidance*):

¿Qué es el *forward guidance* en este tiempo moderno? En comparación con su anciano

pariente, la versión moderna de orientación hacia adelante transmite más directa y explícitamente las intenciones del banco central de mantener las tasas de interés bajas. Este compromiso puede variar en función de la estrategia de comunicación específica. Se distinguen aproximadamente tres formas de orientación hacia adelante: *Open-ended forward guidance* es una declaración bastante general sobre la trayectoria futura de las tasas de corto plazo. Por ejemplo: “el banco central probablemente mantendrá las tasas en niveles bajos durante un periodo prolongado de tiempo”. La segunda estrategia, conocida como *time-contingent forward*, realiza compromisos a una fecha determinada; ejemplo: “es probable que se mantengan las tasas bajas durante al menos dos años más.” Y una tercera versión de la estrategia de comunicación es una declaración *statecontingent*, ejemplo: “se mantendrán las tasas bajas al menos hasta que el desempleo descienda por debajo del 7%, siempre y cuando las proyecciones y expectativas de inflación se mantengan ancladas en el objetivo del 2%”.

Para ampliar lo anterior se nombrarán algunos ejemplos reales de países que han utilizado la orientación hacia adelante, un buen caso de estudio es la experiencia japonesa, ya que en 1999 el Banco de Japón anunció mantener las tasas bajas hasta que se disiparan las preocupaciones de deflación (esto lo dejaron muy impreciso), en el 2001 y 2006 continuó con la misma postura y en enero de 2013 el banco logró su objetivo de estabilidad de precios del 2% con un horizonte temporal de dos años; y desde entonces el Banco de Japón ha emitido comunicados de política monetaria que son cada vez más específicos acerca de la meta de inflación en particular y el marco de tiempo que se espera lograrla. Otro ejemplo es el Banco de Inglaterra, el cual en agosto de 2013 comunicó que la tasa de política se mantendría en 0.5% hasta que el desempleo descendiera debajo del 7%.

El Banco Central de Chile también utiliza la orientación hacia adelante, aunque implementando un escenario económico muy diferente en comparación con economías desarrolladas. Esto

2. Resumen y traducción libre del documento: Rodrigo Vergara (2014). “Estrategias de comunicación y efectividad de la política monetaria,” Banco Central de Chile, documentos de Política Monetaria. Resumen elaborado por Diego Cienfuegos, Analista I del Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de Guatemala.



se debe sobre todo a los *commodities* y a un *shock* en la agricultura, porque esto provocó que la inflación de 12 meses se elevara a más del 9% en el segundo semestre de 2008. A consecuencia de lo anterior por primera vez, desde que se adoptaron en el 2000 las metas de inflación, se estuviera en peligro de perder el ancla de la meta de 3% debido a las expectativas de inflación, además de un aumento significativo en la tasa de política. En enero de 2009 las tasas de política monetaria en Chile comenzaron su tendencia a la baja, aquí y por un breve periodo, la situación económica se hizo más alineada con la contracción mundial.

Junio de 2009 marca el comienzo de la breve aplicación de la orientación hacia adelante tipo *open-ended* de Chile y como en otros países el comunicado decía: “el Consejo estima que, en el escenario más probable, será necesario mantener el estímulo monetario por un periodo más largo que el implícito en los precios de activos financieros.” *Open-ended* continuó hasta diciembre de 2009, pero fue sustituida por *time-contingent* en donde se afirmó que las condiciones macroeconómicas serían consistentes con las tasas actuales para al menos los próximos seis meses. Para febrero de 2010 la actividad económica se había recuperado ligeramente y el escenario parecía maduro para iniciar la normalización de las tasas. Pero otra crisis azotó a Chile, el terremoto más fuerte en medio siglo. Para esta catástrofe natural se tuvo que acelerar la recuperación económica al aumentar la inversión y el empleo (sobre todo en construcción). Este episodio marca el final de *time-contingent forward guidance* en el Banco Central de Chile. Desde entonces se deja un amplio criterio para adaptarse a los cambios en las perspectivas económicas, los comunicados se volvieron más tradicionales con mayor flexibilidad para que la orientación hacia adelante fuera más fácil.

### **Problemas y retos de la orientación hacia adelante (*forward guidance*)**

El primero de estos problemas es *time-consistency*, como lo señala Michael Woodford en un artículo reciente, la orientación hacia adelante puede afectar la curva de rendimiento en la medida que los bancos centrales puedan mantener su credibilidad a no subir tasas de interés en ciertos escenarios en donde sería tentador hacer lo contrario. Por lo

que ¿cómo los bancos centrales pueden escapar de este aparente dilema? Esta es una pregunta complicada pero una posibilidad es aceptar una mayor inflación como algo natural que se da en el futuro y es un resultado del compromiso, otra es la de simplemente incumplir la promesa, y comenzar a subir las tasas tan pronto como las condiciones lo indiquen, y aceptar los costos de reputación.

Un segundo problema es que tener un plan de contingencia más rico viene necesariamente acompañado de un costo de complejidad comunicacional. Este es un equilibrio fino y difícil de lograr. Un ejemplo reciente es la experiencia del Banco de Inglaterra debido a que este anunció con un *state-contingent forward guidance* que en los próximos nueve meses la política no iba a cambiar y se eligió a la tasa de desempleo como objetivo operativo para evaluar el estado de holgura de la economía (ya que entre otras ventajas es un objetivo que el público entiende fácilmente), este es un indicador estable. Por lo que en el informe de inflación de agosto de 2013 el Banco dio a entender que el horizonte probable para que el desempleo cayera del umbral del 7% sería de alrededor de dos años. Cinco meses antes de cumplir el tiempo el Banco tuvo que modificar su declaración debido a que la fuerza laboral cayó debido a que los trabajadores desalentados que salen de la fuerza de trabajo no reflejan una reducción en la cantidad de holgura en la economía.

Un tercer problema inherente en la toma de compromisos más firmes sobre el futuro de las políticas es que nuestro conocimiento del futuro es muy limitado, lo que quiere decir que el rumbo puede cambiar con la llegada de la nueva información. Como Friedrich von Hayek declaró hace 40 años en su conferencia del Nobel: “Para actuar sobre la creencia que poseemos el conocimiento y el poder que nos permite darle la forma a nuestro gusto al proceso de la sociedad, conocimiento que en realidad no poseemos, es probable que nos haga mucho daño.”. Existe el peligro de presumir una precisión y el grado de conocimiento que no tenemos. Hay que dejar un amplio espacio para lo inesperado. Dar demasiado detalle y precisión sobre la trayectoria política de futuro puede reducir la capacidad de los bancos centrales para volver a optimizar la nueva información que llega o retrasar las acciones para evitar la creación de turbulencias financieras.

La crisis financiera del 2008 es un recordatorio de los peligros de la concentración de activos en los balances de los intermediarios financieros: ya que cuando llegue el momento de vender estos activos para hacer frente a las necesidades de liquidez a quién se venderán si todos tienen el mismo problema de liquidez. Esto no quiere decir que las políticas de comunicación de los bancos centrales en el pasado nos hayan puesto en la línea de fuego, pero el resultado natural de un mercado financiero es que los participantes actúen sobre las mismas creencias, esta es la concentración de riesgos, a estos se les debe de prestar atención. Se debe de comunicar con claridad y las proyecciones con incertidumbre, debido a que existe el peligro de que el público y el mercado puedan confiar demasiado en los bancos centrales, por lo que no se preparen para lo inesperado.

Algo que es muy conocido y probado científicamente del comportamiento de las personas es que tienen una mala comprensión de probabilidad y de la incertidumbre. Tanto especialistas como el público tienden a confundirse entre las predicciones puntuales y las predicciones exactas, por lo que el exceso de confianza que adquieren conlleva a decisiones financieras y económicas malas. Así que el banco central tiene que ser humilde acerca de su capacidad para realizar predicciones, tanto para las variables exógenas como en la decisión de política, para que el público pueda planificar mejor.

### **Economías de mercados emergentes, los flujos de capital y la comunicación**

Los bancos centrales de las economías emergentes también se han enfrentado a un inusual entorno de políticas en donde tienen que aumentar sus esfuerzos de comunicación. Estos bancos centrales han recibido grandes flujos de capital y una mayor volatilidad del tipo de cambio. Muchas economías emergentes (y recientemente algunas economías avanzadas también) tienen los mercados de tipos de cambio intervenidos para amortiguar las fluctuaciones potencialmente dañinas para el valor de la moneda. Otros han adoptado medidas macroprudenciales no estándar del crecimiento del crédito. En la medida que estas intervenciones son excepcionales, su aplicación requiere un esfuerzo especial de comunicación para explicar sus objetivos, la reacción, la función

del banco central y su interacción y coordinación con la política monetaria.

Por otra parte, los bancos centrales han animado a ir más allá de su tradicional objetivo de estabilidad de precios para dar importancia a la estabilidad financiera y cambiaria, y utilizar todos los instrumentos de forma simultánea para lograr todos los objetivos de política. Por ejemplo, utilizar la política monetaria de manera simultánea con herramientas macroprudenciales para apoyarse contra el ciclo económico y financiero. Sin embargo, los problemas de comunicación que imponen sobre los bancos centrales son enormes. Hay un peligro real de que un mayor activismo en estas áreas y la mezcla de objetivos e instrumentos de política crearán confusión sobre los objetivos del banco central y obtener un rendimiento bajo en todos los objetivos de la política.

### **Consideraciones finales**

Las políticas de comunicación de los bancos centrales han cambiado drásticamente en las últimas décadas. Han pasado de ser muy reservados a ser más transparentes, con un mayor énfasis en la comunicación. Esto no solo tiene que ver con un cambio cultural en la sociedad que exige más transparencia por parte de sus autoridades, ni a los cambios tecnológicos que permiten un mayor control sobre las acciones de política de las autoridades, sino también porque los banqueros centrales se han dado cuenta de que la política monetaria funciona mucho mejor cuando es abierta y transparente. Una razón para esto es que mejora la comprensión y la confianza de los mercados hacia la política monetaria.

Además, en un mundo de bancos centrales independientes, al tener un mayor grado de apertura y transparencia los protege de las presiones políticas. Solo con un alto grado de transparencia en cuanto a los objetivos de política, instrumentos, análisis y acciones, un banco central puede ganar prestigio y el apoyo de la opinión pública que le permite estar bien preparado para enfrentar las presiones políticas sin arriesgar su independencia.

Orientación hacia delante (*forward guidance*) es una forma de comunicación que ha sido utilizada por los bancos centrales durante años, pero ha sido más relevante y explícita con la crisis global

financiera. Su objetivo es comunicar al mercado la probable evolución de la política monetaria, con el fin de influir no solo a corto plazo sino también a largo, en las tasas de interés de largo plazo. También se utiliza como un medio de explicación al mercado, con una perspectiva específica la forma en que el banco central ve la economía. Después de la crisis global financiera (y antes de eso en el caso de Japón), los bancos centrales de todo el mundo han utilizado orientación hacia adelante de una manera mucho más explícita en el momento de transmitir el mensaje. En este trabajo se ha hablado de los beneficios y costos de esta forma más directa de comunicación de actuaciones futuras. La pregunta que queda es si la orientación continuará en su actual versión (la cual es más explícita), si sobrevivirá después que los bancos centrales hayan normalizado sus políticas monetarias. Aunque es difícil saber la respuesta, la opinión del autor es que los costos en tiempos normales de este tipo de orientación hacia adelante son bastante altos en términos de la inconsistencia temporal, complejidad de la comunicación y los efectos sobre los mercados. Si este es el caso, ya no serán necesarias las formas explícitas de orientación hacia adelante que han sido utilizadas durante la crisis. Chile es un ejemplo de esto.

