

19.10.2009

**“Crecimiento, estabilidad y política monetaria”.**

*Sesión sobre “Price Stability, Financial Development and Economic Growth” en la Conferencia “Challenges and Strategies for Promoting Economic Growth” México, 19-20 de octubre de 2009.*

**Miguel Fernández Ordóñez**  
Gobernador

---

Buenas tardes,

En primer lugar, quiero agradecer al Banco de México su amable invitación para participar en esta Conferencia, que me brinda la oportunidad de compartir con ustedes algunas reflexiones acerca del papel de la política monetaria y otras políticas económicas en la consecución de la estabilidad macroeconómica y financiera.

Comenzaré mi intervención leyéndoles una cita: *“Las depresiones económicas profundas ya no son un problema. La globalización, la innovación financiera y unas políticas económicas más eficientes han atemperado la amplitud de unos ciclos económicos que pronto consideraremos historia”*. No intenten adivinar el autor, aunque muchos de ustedes tendrían ya más de un candidato en mente, porque es una cita colectiva, construida con distintas declaraciones de varios economistas. Hace apenas dos años la visión de esa cita era compartida

---

mayoritariamente tanto entre las autoridades económicas como en los círculos académicos. Y las voces disonantes, las que alertaban de los riesgos que se escondían tras la creciente acumulación de los llamados desequilibrios globales, la evolución del endeudamiento privado o los niveles mínimos alcanzados por las primas de riesgo en todos los mercados, eran voces minoritarias.

Vivíamos entonces en un mundo caracterizado por tasas de crecimiento elevadas y estables y por tasas de inflación moderadas y poco volátiles. Esta bonanza tenía un carácter global, pues tanto las economías más desarrolladas como las emergentes disfrutaron de ella.

Se pensaba que esta situación idílica era resultado no sólo de la globalización, sino también de unas políticas económicas adecuadas. Entre ellas unas políticas monetarias firmemente orientadas al logro de la estabilidad de precios en el medio plazo e instrumentadas por bancos centrales independientes y unas políticas de regulación financiera - la denominada "*light hand regulation*"-, que habían dirigido sus esfuerzos hacia el fomento de mecanismos de autorregulación de los propios mercados, favoreciendo, entre otras cosas, importantes avances en el terreno de la diversificación de los riesgos.

Y, súbitamente, pasamos de ese casi paraíso a experimentar la crisis financiera y real más grave desde la Segunda Guerra Mundial. Debe pasar más tiempo para comprender bien el proceso que explica este abrupto giro de la economía, pero alguna de las principales cuestiones de debate están ya bastante bien perfiladas.

Entre ellas, ocupa un lugar destacado el papel que ha desempeñado en los últimos años una confianza excesiva en el llamado principio de eficiencia de los mercados financieros. Al calor de esta visión, se generaron importantes procesos de innovación financiera que, aunque tuvieron efectos positivos para el bienestar de los ciudadanos, lamentablemente, vinieron acompañados también de otros más espurios, materializados en instrumentos de creciente complejidad y de decreciente valor añadido. Productos, además, cuyas complicadas ramificaciones interconectaban entre sí hasta límites desconocidos la suerte de múltiples mercados. Por otra parte, se cometió el error de creer que todos los productos financieros contaban con mercados líquidos. El transcurso de la crisis dejó sin referencias de mercado a buena parte de los nuevos productos financieros, en especial los más complejos, y ha demostrado que se había infravalorado la importancia del riesgo de liquidez.

En este contexto, las políticas de regulación y de supervisión prudencial de la mayoría de los países carecían de los instrumentos necesarios para detectar estos procesos e, incluso, para poder reaccionar ante ellos con la rapidez y la intensidad requeridas.

Pero el debate sobre el papel de las políticas económicas no se está circunscribiendo a las políticas de regulación y supervisión. La actuación de otras políticas, como la monetaria, está igualmente sujeta a escrutinio.

Vaya por delante que no me cabe ninguna duda de que la estabilidad de precios debe seguir siendo objetivo primordial de la política monetaria. Unos precios estables estimulan el crecimiento y, por tanto, el empleo, al tiempo que contribuyen a reducir las fluctuaciones del producto, elevando de este modo el

bienestar de los agentes que son, por naturaleza, aversos a la variabilidad de sus rentas. Asimismo, no creo que nadie cuestione que la estabilidad de precios, al ser un componente fundamental de la estabilidad macroeconómica, contribuye también a propiciar un mayor grado de estabilidad financiera.

Precisamente, nos encontramos en un país, México, y en una región, América Latina, donde la contribución de la política monetaria al desarrollo y consolidación del sistema financiero ha sido evidente en la última década.

Los factores de política económica detrás de este desarrollo han sido diversos, pero tienen como origen la estabilidad de precios. La reducción de la inflación a través de regímenes de objetivos de inflación *-inflation targeting-*, instrumentados de un modo pragmático, han catalizado un fuerte impulso al desarrollo de los mercados de capitales y bancarios en los últimos años en América Latina.

Así, la menor inflación ha permitido reducir la propensión a endeudarse en moneda extranjera y en el exterior y han propiciado un cambio en el modelo de financiación, más orientado a los mercados domésticos y en moneda local; la mayor estabilidad de precios –y unas buenas prácticas supervisoras– también han favorecido un acelerado proceso de bancarización en la mayoría de los países, en los que el intenso crecimiento del crédito ha ido acompasado a la expansión de los depósitos. Como consecuencia de todo ello, América Latina ha nadado a contracorriente en los años previos a la crisis: mientras en el mundo se reducía el sesgo doméstico *-home bias-* de los inversores, en América Latina se incrementaba.

El desarrollo de los mercados domésticos, la financiación a través de bancos con vocación minorista y adecuadamente capitalizados y la estabilidad macroeconómica permiten explicar en buena medida la resistencia a la crisis –

impensable hace unos años- que han mostrado los sistemas financieros de la región.

No obstante, volviendo a un contexto geográfico más general, la crisis actual está resultando un doloroso recordatorio de dos realidades cuyas implicaciones, en su momento, quizás no se valoraron en su justa medida. La primera es que aunque la estabilidad de precios es una condición necesaria para la estabilidad financiera, no es en absoluto una condición suficiente. La segunda es que los episodios de inestabilidad financiera pueden conllevar importantes riesgos para la estabilidad de precios.

No es de extrañar, por tanto, que uno de los primeros debates en abrirse en torno al papel de la política monetaria haya tenido lugar entre los defensores y los detractores de ampliar el mandato de los bancos centrales para incluir explícitamente entre sus objetivos el logro de la estabilidad financiera.

No está claro que esta ampliación sea, hoy por hoy, la mejor alternativa. Es cierto que en estos últimos años se han acumulado pruebas empíricas bastante convincentes de que el nivel de los tipos de interés influye sobre la actitud de los inversores ante el riesgo. Lo que no es obvio es que los tipos de interés sean el instrumento más idóneo para lograr la estabilidad financiera, en la medida que quizás el mismo objetivo se podría alcanzar con un coste menor si se persigue, por ejemplo, mediante políticas de regulación y supervisión prudencial.

La crisis, en todo caso, ha intensificado el debate sobre el papel que debe asignarse a los temas de estabilidad financiera en el diseño y el ejercicio de la política monetaria, independientemente de que ésta se oriente primordialmente al mantenimiento de la estabilidad de precios. Como todos recordarán, antes del

verano de 2007 se habían impuesto las tesis de quienes defendían que, en este terreno, los bancos centrales debían limitarse a amortiguar los efectos sobre la economía de los episodios de inestabilidad una vez se materializaban. Sin entrar en los detalles, los argumentos fundamentales en los que se sustentaba esta posición pueden resumirse en las dificultades para identificar ex-ante una crisis financiera e incluso, una vez anticipada, los problemas para calibrar el momento y la magnitud de la respuesta.

El propio éxito en el control de la inflación y la estabilidad económica de este período contribuyeron a la percepción de que la política monetaria estaba cumpliendo satisfactoriamente su misión y que no era necesario plantearse cambios. Los sucesos recientes, sin embargo, dan aire a quienes dudan de que la política monetaria deba seguir actuando en el futuro de manera asimétrica ante este tipo de desequilibrios: ignorándolos mientras se acumulan pero reaccionando fuertemente cuando se alcanza el punto crítico en el que estallan.

Por un lado, porque los daños pueden ser demasiado grandes y demasiado difíciles de absorber. Baste señalar que en estos momentos, son muchos los bancos centrales que se han visto obligados a acudir a la instrumentación de medidas de carácter extraordinario ante la insuficiencia de los instrumentos ordinarios.

Por otro, porque, como recientemente se preguntaba Bill White, quizá *“la reacción ante los sucesivos conjuntos de dificultades sienta las bases para el siguiente y, lo que es peor, ... reste credibilidad a los instrumentos disponibles”*.

Definir y articular políticas para evitar el crecimiento de desequilibrios financieros es sin duda una tarea difícil, pero la percepción general sobre nuestra capacidad

para anticiparnos a este tipo de eventos podría estar comenzando a cambiar. Algunos economistas han advertido que el hecho de que las crisis tiendan a estar separadas por décadas, crea la falsa ilusión de que “esta vez es diferente”. Sin embargo, es posible también identificar determinados patrones comunes que pueden resultar de gran utilidad en la detección y eventual prevención del siguiente.

Pero explotar estos patrones para cimentar una actitud más simétrica de la política monetaria respecto a la estabilidad financiera requiere reconsiderar algunos de los factores que han inspirado la práctica de política monetaria de algunos bancos centrales. Así, por ejemplo, los economistas del BIS, que son probablemente quienes se han mostrado más activos en este frente, han defendido la necesidad de avanzar en tres áreas: en primer lugar, incrementar la atención que prestan los bancos centrales a la evolución del crédito y de los precios de algunos activos en sus análisis. En segundo lugar, fijar el horizonte temporal para el objetivo de la estabilidad de precios en plazos más largos que los dos años típicos de los regímenes de *inflation targeting*. Por último, prestar mayor atención al balance de riesgos en el proceso de toma de decisiones.

El reto que supone incorporar las lecciones y la nueva sensibilidad que se deriva de lo sucedido durante la crisis no es igual para todos los bancos centrales. En el caso del Eurosistema, por ejemplo, la coexistencia de un análisis económico y otro monetario, debería facilitar el giro a prestar más atención a variables como la evolución del crédito, el endeudamiento o los precios de los activos. Igualmente, la ausencia de los objetivos de inflación con un horizonte temporal explícito configura un marco relativamente propicio para una renovada política monetaria.

No obstante, ni el Euro sistema ni ningún otro banco central cuenta con modelos macroeconómicos con un módulo financiero suficientemente sólido y rico, entendiendo por tal uno en el que las principales variables financieras desempeñen un papel que no sea meramente residual. Este es un aspecto en el que convendría avanzar, pero dada su complejidad, habría que evitar que la ausencia de modelos nos paralice el pensamiento. Mientras tanto podemos y debemos seguir reflexionando sobre el papel de las políticas económicas en evitar serios desequilibrios financieros.

El diseño de la política monetaria debería permitir prestar una mayor atención a los riesgos sobre la estabilidad financiera, sin poner en peligro la efectividad y la credibilidad alcanzadas en el cumplimiento de un objetivo en el que hasta ahora ha cosechado un notable éxito: la consecución de la estabilidad de precios.

Y en todo caso, el marco de independencia de los bancos centrales sigue siendo un requisito fundamental para desempeñar las funciones encomendadas con una perspectiva adecuada de medio y largo plazo, que permita una conducta consistente a lo largo del tiempo. De hecho, el requisito de la independencia va a ser más necesario en el nuevo contexto en el que las responsabilidades de los bancos centrales se están viendo ampliadas y en el que la debilidad del crecimiento económico a escala global puede generar tensiones entre las exigencias de expansión en el corto plazo y las metas de estabilidad macroeconómica y financiera en el medio plazo.

En paralelo a los cambios en el plano monetario, es imprescindible profundizar en la articulación de una estrategia de estabilidad financiera que se base primordialmente en unas políticas de regulación y supervisión prudencial

orientadas a evitar la aparición y el crecimiento de desequilibrios en los mercados financieros.

La crisis nos ha enseñado que esta estrategia debe concebirse, no de manera aislada, sino buscando la mayor coherencia posible con el resto de políticas económicas, tanto con las domésticas entre sí como con las adoptadas por otros países. En foros como el Consejo de Estabilidad Financiera o el G-20, cuyo protagonismo se ha visto reforzado, se está trabajando en la elaboración de respuestas adoptadas internacionalmente y sus acuerdos abarcan un amplio espectro de políticas macroeconómicas y financieras. En esta misma línea, en Europa se están impulsando importantes novedades en la estructura de regulación y supervisión, como la creación de tres nuevas autoridades supervisoras a nivel europeo o la creación del European Systemic Risk Board, que permitirá vigilar los riesgos sistémicos desde una perspectiva supranacional, y en el que, además de los bancos centrales, participarán los organismos supervisores de mercados, banca y seguros.

Estos desarrollos parecen indicar que está ganando terreno la idea de que la consecución de la estabilidad económica y financiera exige una respuesta más global, en la que deben implicarse todos los países y todas las esferas de la política económica.

Este movimiento de apertura del diálogo y cooperación entre países y entre políticas es imparable y, en mi opinión, positivo. Hay que estar atentos a que, en el ámbito de la política monetaria, esta nueva orientación no erosione los dos activos más valiosos conseguidos en las últimas décadas: el mantenimiento de la estabilidad de precios como objetivo prioritario y la independencia de los bancos

centrales como instrumento necesario. Pero, al mismo tiempo, la política monetaria deberá actuar desde una perspectiva abierta, consciente la importancia de su interacción con otras políticas macroeconómicas y financieras.

El pasado nos puede dar algunas pistas de actuación para el futuro. Quizás el ejemplo más tradicional de interacción sea el diálogo entre la política monetaria y la fiscal, que, por cierto, cobrará aún más protagonismo a medida que se afiance la recuperación económica y comiencen a retirarse los estímulos extraordinarios de demanda.

Antes he mencionado la importancia de la interacción con las políticas de regulación y supervisión prudencial en las que se ha centrado el mayor esfuerzo de concertación internacional, encaminado a fortalecer el sistema financiero global y a prevenir crisis futuras. La lista de lo conseguido y de los trabajos en marcha en este ámbito está bien descrita en el comunicado de Pittsburg y, por sobradamente conocida y extensa, no tiene sentido reiterarla aquí.

Menos desarrollada está la política de vigilancia o supervisión macro prudencial, tanto a nivel doméstico como global, dirigida a identificar y controlar los riesgos sistémicos que escapan del ámbito del enfoque micro prudencial. En este ámbito estamos solo empezando a crear las instituciones a las que se les va a encargar esa misión, pero todavía queda mucho por avanzar en la definición de sus contenidos.

Nótese que, el papel de los bancos centrales en el logro de los objetivos de estabilidad financiera se ha visto reforzado, no solo en la articulación de la política monetaria, sino también a través de un mayor protagonismo en el ámbito de las políticas de supervisión macroprudencial orientadas específicamente a la

consecución de este objetivo. Una buena muestra de ello es el peso que se ha concedido al Banco Central Europeo y a los bancos centrales nacionales en el European Systemic Risk Board. Este movimiento se puede percibir también en las propuestas que están apareciendo en algunos países de dotar a sus bancos centrales de responsabilidad en la supervisión microprudencial.

Finalmente, si pensamos en el tipo de la economía que surgirá después de la crisis, parece claro que los bancos centrales no podrán preocuparse exclusivamente, como hasta ahora, de dialogar para conseguir unas políticas salariales o fiscales adecuadas para la estabilidad o, como ha mostrado la crisis, de establecer la necesaria interacción con reguladores y supervisores, sino que también deberán preocuparse de que se adopten las medidas estructurales que sean necesarias para mejorar las expectativas de crecimiento y generación de empleo.

Es muy posible que la política monetaria tenga que actuar en el futuro en un entorno económico y financiero muy distinto al de los años previos a la crisis. Un menor apalancamiento, un sector financiero más reducido y en menor expansión y una menor generación de innovaciones deben llevar, *caeteris paribus*, a un mundo, quizás más estable, pero también de menor crecimiento. Y ello tendrá consecuencias. Deberíamos reconocer que, si la actuación de los bancos centrales fue muy elogiada en el pasado, lo fue por sus propios méritos, pero también debido a que se produjo en un contexto de expansión excepcional y duradera en el que también – recuerden ustedes – fueron muy elogiadas las actuaciones de empresarios y banqueros privados así como las políticas económicas de casi todos los gobiernos. Sin embargo, si no se adoptan cambios importantes en las políticas estructurales, en ese nuevo escenario de bajo crecimiento y débil generación de empleo, la política monetaria más correcta será difícil de aceptar por la opinión pública y ello podría poner en peligro los dos activos que he mencionado anteriormente.

En resumen, la crisis financiera ha abierto un intenso debate acerca de los objetivos y la adopción de las políticas económicas. Se trata de un debate positivo, que debe ayudarnos a evitar la repetición de errores en el futuro. Para que así sea, es fundamental que seamos capaces de preservar los elementos del modelo económico hasta ahora vigente que han demostrado ser más valiosos, como la liberalización e integración de los mercados, la consolidación fiscal o, lo que nos interesa hoy, el mantenimiento de la estabilidad de precios. Pero a la vez, la superación exitosa de la crisis actual exigirá también nuevas respuestas desde los diferentes ámbitos de la política económica, que además deberán ser más coherentes entre sí de lo que han sido en el pasado. Vivir en una torre de marfil nunca fue aconsejable. A partir de ahora será imposible. Solo siendo conscientes de que tendremos que actuar en un nuevo entorno, sabremos defender y salvar lo mejor de lo conseguido hasta ahora.