

El nuevo rol de los bancos centrales a partir de la crisis internacional

Por Donald Strachey.

Resumen

El modelo de banco central gendarme que sólo utilizaba como herramienta la tasa de interés a corto plazo demostró ser insuficiente para lidiar con un mundo financiero complejo y globalizado como es el actual. Ante la perspectiva de que continúen los desbalances globales, si no se producen cambios en el sistema financiero, al término del ciclo la crisis volverá a repetirse. Los cambios que deben producirse en el sistema financiero están asociados a dos áreas donde se verificaron grandes debilidades: el marco regulatorio y el alcance de la política monetaria. Estas dos áreas presentan un común denominador pues ambas se funden en el banco central. Por tanto, la crisis financiera iniciada en 2007 plantea un nuevo rol de los bancos centrales, esta vez más activo, en materia de estabilidad monetaria, financiera y de supervisión.

Abstract

The pattern of gendarme central banking which only relies on the short-term interest rate as the main tool for monetary policy has proved to be insufficient to deal with the complex and globalized financial system we face nowadays. Given the outlook for ongoing global imbalances, unless reforms are introduced into the financial system, it is likely that the crisis will repeat itself by the end of the cycle. These expected reforms are related to two main areas which suffered from serious weaknesses: the regulatory framework and the scope of the monetary policy. Not surprisingly, both these areas present the central bank as common denominator. Therefore, the 2007 financial crisis offers central banks a more active role in terms of monetary, financial and supervisory duties.

Palabras clave: Sistema financiero, banca central, política monetaria, regulación bancaria, crisis financiera, desbalances globales.

Clasificación JEL: E52, E58, F30, G01, G10, G20.

I. Introducción.

El presente trabajo fue escrito en el marco de la novena edición del Premio Anual de Investigación Económica “Dr. Raúl Prebisch” – Año 2015, organizado por el Banco Central de la República Argentina, para tratar el tema “El nuevo rol de los bancos centrales en la política monetaria, financiera y de supervisión a partir de la crisis internacional” correspondiente a la categoría de jóvenes profesionales.

Este artículo se divide en siete secciones, siendo la primera esta introducción. En la segunda sección se conceptualiza al sistema financiero y se destaca su relación con los bancos centrales. En la tercera sección se realiza una breve descripción de la crisis que se inicia en el año 2007 en el mercado hipotecario de Estados Unidos pero que luego se expande al resto del mundo. En la cuarta sección se desarrolla la temática del nuevo rol de los bancos centrales en la política monetaria y financiera. La quinta sección trata los desafíos que los bancos centrales deben enfrentar en materia de supervisión. La sexta sección expone las principales conclusiones del presente trabajo. Por último, en la séptima sección se enumeran las referencias consultadas.

II. El sector financiero y los bancos centrales.

Antes de abordar la temática de la crisis financiera internacional y los bancos centrales resulta conveniente esbozar un concepto simple, aunque no menos importante, del sector financiero.

El sector financiero está dado por el conjunto de instituciones, intermediarios y mercados que tienen por objeto canalizar los ahorros de las unidades superavitarias (aquellas que presentan excedentes de fondos) para financiar los proyectos de las unidades deficitarias (aquellas que experimentan necesidades de fondos). En economía suele decirse que el ahorro de las familias financia la inversión de las empresas, y este traspaso de fondos se realiza por medio del sector financiero. Detrás de este concepto simple subyace una idea fundamental: el sector financiero debe estar al servicio del sector real. Tan sencillo como parece, veremos más adelante cómo este concepto básico fue totalmente desdibujado por la complejidad de las operaciones y de los instrumentos financieros creados por los diferentes agentes que intervienen en el mercado.

El sector financiero presenta tres grandes segmentos: el mercado bancario, el mercado monetario y el mercado de capitales. El mercado bancario se caracteriza por una gran cantidad de

operaciones de pequeño volumen que se realizan en el mediano plazo entre las instituciones financieras y sus clientes, con el objeto de cubrir gastos corrientes y de funcionamiento. El mercado monetario se caracteriza por una pequeña cantidad de operaciones de gran volumen en el corto plazo entre los mismos bancos, y entre éstos y la autoridad monetaria, con el objeto de cubrir necesidades coyunturales de liquidez. Por último, el mercado de capitales se caracteriza por una pequeña cantidad de operaciones de mediano y gran volumen que se realizan en el mediano y largo plazo entre bolsas y mercados, agentes de bolsa, entidades financieras e inversores, con el objeto de financiar grandes proyectos de inversión. Los mercados bancario y monetario quedan sujetos al control y fiscalización de la autoridad monetaria – el banco central - mientras que el mercado de capitales está sujeto al control de un organismo diferente. Por ejemplo, en Argentina es la Comisión Nacional de Valores (CNV) y en Estados Unidos es la Securities and Exchange Commission (SEC).

La función principal de las entidades financieras es la intermediación financiera, es decir, la captación de fondos ajenos para su posterior colocación. Mediante esta actividad de intermediación, las instituciones financieras reciben fondos de los depositantes y los distribuyen entre los diferentes prestatarios. Dado que los plazos de captación suelen no coincidir con los de colocación, se produce un descalce de fondos que las entidades financieras deben administrar. De este modo, se observa que la actividad bancaria es inherentemente frágil puesto que, al final de cuentas, los bancos dependen de la confianza que le tengan sus depositantes. Si eventualmente éstos perciben que el banco no podrá hacer frente a sus compromisos futuros y por temor acuden en manada a retirar sus fondos, el banco no podrá satisfacer sus demandas. Esta corrida constituye el inicio del pánico bancario.

Por tanto, la sociedad espera que la autoridad monetaria lleve a cabo las acciones necesarias para evitar, o en su defecto mitigar, los efectos negativos que estas fragilidades del sistema financiero pueden tener en la economía.

Si bien no existe consenso unánime en la materia – y prueba de ello es que la crisis ha revivido antiguos debates en este tema – las funciones que deben cumplir los bancos centrales son las de promover la estabilidad en el poder adquisitivo de la moneda y en el sistema financiero en general, incluyendo el sistema de compensaciones y pagos. Para poder cumplir estas funciones, los bancos centrales deben llevar a cabo las siguientes acciones: i) Proveer con medios de pago al

sistema financiero; ii) Actuar como banqueros de las entidades financieras (es decir, como prestamista de última instancia para evitar corridas); iii) Ejecutar la política monetaria, ya sea mediante el precio del dinero (a través de la tasa de interés a corto plazo) o de su cantidad (a través de la oferta de activos al sistema financiero, es decir, de los agregados monetarios).

A estas funciones básicas, el Fondo Monetario Internacional (FMI), en un informe de 1983, agregaba la ejecución de la política crediticia y cambiaria, la administración de las reservas internacionales y la regulación del sistema financiero.

La herramienta principal con la que cuentan los bancos centrales para lograr sus objetivos es su propia hoja de balance. Siendo que no se tratan de bancos comerciales, no persiguen fines de lucro y no presentan restricciones financieras (dado el monopolio sobre la creación de base monetaria), los bancos centrales pueden expandir su hoja de balance sin límites, incluso hasta el punto en que su patrimonio neto se tornara negativo, y aun así seguir operando con normalidad. Este patrimonio neto negativo se genera como consecuencia de la disminución en el nivel de reservas internacionales. En efecto, desde la crisis financiera de 2007 las causas más comunes que han contribuido a la pérdida de reservas fueron el rescate de entidades financieras en crisis y la revaluación de los pasivos monetarios del banco central.

De acuerdo a una encuesta realizada por el Banco de Pagos Internacionales (BPI) en el año 2008 en 41 bancos centrales, se observó que la participación del capital en el total del patrimonio varió desde casi el 50% en el caso del Banco Central de Suiza hasta -30% en el caso del Banco Central de Eslovenia, mientras que los bancos centrales de Chile, República Checa, Israel y México también operaron con patrimonio neto negativo.

El límite al quantum de patrimonio neto negativo va a estar dado por la reacción de los mercados, al creer (algunas veces erróneamente) que las pérdidas restan eficacia al cumplimiento de las políticas propuestas. Siguiendo esta línea de pensamiento, Peter Stella – antiguo jefe de la división de Banco Central y Operaciones Monetarias y Cambiarias del FMI – sostiene que si la credibilidad es la base para el éxito de la política monetaria, entonces los bancos centrales deben ser financieramente sólidos. El BPI concuerda con este argumento y agrega que en economías con bancos centrales débiles la tasa de inflación tiende a aumentar, obstaculizando la aplicación de las políticas monetarias y financieras. De todos modos, también debe considerarse que el nivel

apropiado de capital va a depender del tipo de política monetaria aplicada. Por ejemplo, un sistema de convertibilidad sí requiere elevados niveles de reservas para garantizar su viabilidad.

Finalmente, para concluir esta sección, se deben mencionar otras herramientas que los bancos centrales han utilizado históricamente para el cumplimiento de los fines de la política monetaria. Estas herramientas pueden dividirse en dos grupos: aquellas que actúan sobre la base monetaria y aquellas que actúan sobre el multiplicador monetario. En el primer grupo se encuentran las operaciones de mercado abierto - la compra/(venta) de bonos y títulos públicos -, compra/(venta) de oro y divisas y concesiones/(cancelaciones) de préstamos a los sectores financiero o público nacional para expandir/(absorber) la base monetaria. Por otro lado, en el segundo grupo se encuentra el coeficiente de reserva legal, es decir, el encaje: si el banco central lo disminuye aumenta la expansión secundaria (aquella realizada por las entidades financieras en un sistema de encaje fraccionario), mientras que si lo aumenta se reduce la expansión secundaria, puesto que los bancos pierden capacidad prestable.

III. La crisis financiera internacional.

La crisis que se inicia en el año 2007 tiene la peculiaridad de que estalla en los países centrales y luego se expande hacia los países de la periferia. El primer episodio de conflicto se registra en el mercado inmobiliario de Estados Unidos (EEUU), que rápidamente se contagia al sistema financiero y después se filtra al resto del mundo.

Durante el período 2002 – 2008 se configuró un gran desbalance global en el cual EEUU experimentó enormes déficit en cuenta corriente mientras que China generó enormes superávit. Por un lado, esta cuestión de los desbalances no es nueva ya que hacia el año 1987 EEUU comenzó a experimentar déficit en cuenta corriente como consecuencia de su relación comercial con Japón. Sin embargo, mientras que aquel desbalance era principalmente bilateral, los desbalances globales de 2007 pasaron a tener un carácter multilateral, pues al tiempo que Japón explicaba sólo el 11% del déficit de EEUU, China había pasado a explicar más del 40%. Además, se produjo un incremento muy significativo en los niveles de los desbalances ya que de no superar los 250 mil millones de dólares en las décadas de los '80 y '90, para el 2007 estos niveles llegaron a casi un billón de dólares. El desbalance multilateral es más difícil de corregir ya que requiere coordinación de políticas económicas entre una mayor cantidad de socios comerciales.

Al principio se pensaba que los desbalances globales no constituían un motivo de preocupación pues simplemente reflejaban la eficiencia en la asignación de los recursos y el aprovechamiento de mejores oportunidades de inversión. De este modo, la función del sistema financiero internacional hasta el 2007 estuvo ligada a la intermediación del ahorro asiático destinado a financiar el consumo de EEUU.

El problema fue que los desbalances globales terminaron generando un exceso de liquidez que llevó al sistema financiero de EEUU a prestar por encima de su capacidad de repago. Prueba de este exceso de liquidez es que en el año 2005 el ingreso de capitales a EEUU duplicó la cantidad requerida para financiar su déficit en cuenta corriente.

El enorme ingreso de capitales, sumado a políticas monetarias y fiscales acomodaticias en un contexto de fuerte ausencia de regulación de los mercados financieros, fueron las causas que alimentaron la generación de burbujas financieras, primero en el precio de las viviendas y luego en el precio de los commodities y acciones. Cuando la burbuja explota en el mercado inmobiliario en la segunda mitad de 2007, el crédito en EEUU había alcanzado el 352,6% del PBI, contra 255,3% en 1997.

Si bien a fines de 2006 diferentes empresas del mercado inmobiliario de EEUU comienzan a registrar pérdidas, el primer signo de un problema de liquidez en el sistema bancario se dio en Europa. El 9 de Agosto de 2007 el banco BNP Paribas congeló tres fondos que administraba, culpando a la “total evaporación de liquidez en determinados segmentos del mercado de capitales de EEUU”. El mismo día el Banco Central Europeo llevó a cabo una operación de emergencia para inyectar 100 millones de euros en el mercado con el objeto de reducir la tasa interbancaria.

Como puede observarse, la crisis financiera se inicia como una crisis de liquidez. En períodos normales, la tasa LIBOR a tres meses suele ubicarse algunos puntos básicos por encima de la LIBOR diaria. Pero desde finas de Julio 2007 se comenzó a producir un alejamiento entre ambas tasas que reflejaba la preferencia de los inversores por la liquidez, motivada por la incertidumbre que generaban las pérdidas del mercado inmobiliario de EEUU. Los bancos se encontraron con que no tenían activos financieros de calidad para transformar rápidamente en efectivo, y mientras más bancos trataban de liquidar sus posiciones, los precios caían cada vez más. La conclusión a la que los bancos arribaron en el corto plazo es que debían mantener sus propias fuentes de

liquidez a cualquier costo. Este comportamiento individual agudizó el congelamiento del mercado interbancario. De esta manera, la crisis de liquidez se transformó en una crisis de solvencia.

A esta primer alarma que levantó el banco BNP Paribas le sucedió la primer gran víctima de Londres: el Northern Rock, un banco hipotecario muy dependiente de financiamientos a corto plazo, que comenzó a experimentar grandes dificultades con la paralización del mercado interbancario. Ante el intento fallido de que Richard Branson, un magnate de empresas de líneas aéreas, adquiriera el Northern Rock, el Banco de Inglaterra termina por rescatar a la entidad en crisis.

En EEUU, en Marzo de 2008 la Fed intervino en el rescate de Bear Stearns, la cual fue adquirida por el banco JP Morgan. Sin embargo, unos meses después, la crisis entraría en una nueva fase. Por un lado, las principales compañías securitizadoras de carteras hipotecarias, Fannie Mae y Freddie Mac, así como el grupo asegurador AIG (American Insurance Group) fueron rescatados, pero por el otro se admitió la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers. La caída de Lehman Brothers precipitó el colapso de todas las bolsas y mercados financieros del mundo.

Hasta aquí hemos visto un breve resumen del desarrollo de la crisis. Ahora bien, ¿Cómo se explica que semejante hecatombe haya tenido lugar? Si bien las causas de la crisis son tan numerosas que, a priori, parece surgir de la alineación de los planetas, la realidad indica que resultó de la combinación de dos grandes factores: una estructura de incentivos inapropiada y la inactividad de los bancos centrales para supervisar las nuevas tendencias que se estaban dando en el sistema financiero.

La estructura de incentivos inapropiada se refiere a una serie de hechos que llevaron a las entidades financieras a asumir posiciones de riesgo totalmente exageradas. Entre los principales se encuentran:

- Mecanismo de compensación de los ejecutivos: los ejecutivos de las entidades financieras, además de su sueldo, percibían un bono anual en acciones de la misma entidad (*stock options*). Es de esperar que este mecanismo incentive a los ejecutivos a realizar una administración más eficiente para incrementar el valor de las acciones, pues al mismo tiempo están incrementando su propio patrimonio. Sin embargo, esta práctica terminó alentando a los ejecutivos a tomar riesgos

excesivos para obtener mayores resultados. La gran falencia de este esquema es que los ejecutivos participan en las ganancias pero no se los responsabiliza en las pérdidas.

- Eliminación del acta Glass-Steagall: este acta otorgaba diferente tratamiento a los bancos comerciales y de inversión en EEUU. Al ser derogada en 1999, las instituciones se volcaron a realizar actividades más riesgosas. Cabe aclarar que la eliminación del acta responde a cuestiones políticas: si bien es cierto que otorgaba mayores niveles de seguridad, también es cierto que atentaba contra la rentabilidad de los bancos. Por lo tanto, en 1999 es reemplazada por el acta de modernización financiera, justo a tiempo para permitir la conformación del Citigroup.

- Riesgo moral: las instituciones financieras tienden a realizar actividades riesgosas porque reportan mayores beneficios. Como hay un interés público en que continúen sus operaciones (pues un banco que quiebra significa miles de depositantes perjudicados), los bancos juegan con la posibilidad de que el Estado los rescate, trasladando las pérdidas al sector público.

- Fraude: los agentes inmobiliarios percibían una comisión por cada crédito otorgado, pero no tenían penalidades en caso de posterior incobrabilidad. Esta estructura exacerbaba el otorgamiento de créditos, muchas veces a deudores que no contaban con buenas calificaciones crediticias. Además, el exceso de liquidez generado por los desbalances globales llevó a los hogares de EEUU a adoptar un perfil de endeudamiento no sostenible, pues mientras sus ingresos reales disminuían, los precios de las propiedades aumentaban.

- Innovación financiera: este es uno de los puntos claves de la crisis. Surge de la combinación entre la estructura del mercado inmobiliario de EEUU y las operaciones de securitización.

En el mercado inmobiliario de EEUU se distinguen tres grandes segmentos de créditos hipotecarios. Los denominados créditos *subprime* son aquellos de menor calificación que incluyen a deudores con malos historiales crediticios, y por ende es el segmento más riesgoso. Sin embargo, dado el atractivo rendimiento que ofrecían estos créditos, se generalizó la emisión de activos financieros respaldados en hipotecas sub-prime (*mortgage-backed securities*) de forma tal que su participación en el sistema financiero pasó del 13,4% en 1996 a más del 40% en 2006. Esta práctica dio lugar a un modelo de negocio llamado de “originación y distribución” (*originate to distribute*) mediante la cual los bancos otorgaban créditos para la compra de vivienda pero luego vendían esa cartera de créditos a otros bancos. Posteriormente, este segundo grupo de bancos transformaban esas hipotecas en nuevos productos financieros (mediante las operaciones de *repackaging*) para colocarlos en el mercado de deuda. De esta forma, el riesgo de la entidad

emisora se trasladaba al comprador del bono, dejando una distancia cada vez mayor entre el originante del crédito y el inversor que poseía la titularidad sobre esa deuda.

- Operaciones de “alquimia financiera”: fueron posible mediante la emisión de productos financieros estructurados. Esta estructuración consiste en la agrupación de activos (como ser créditos, bonos o hipotecas) y posterior emisión de una estructura de pasivos con orden de prioridad en los pagos. Los diferentes tramos asumen distintas exposiciones al riesgo, y por tanto, rinden un interés diferente. Estas operaciones de “alquimia financiera” fueron las que permitieron que a partir de créditos *subprime* de baja calificación se obtuvieran títulos de alta calificación.

La estructura de pagos, la diversificación geográfica y la calidad de los colaterales tendían a asegurar elevadas calificaciones para los tramos superiores. Esta operatoria implicaba para la entidad emisora acceso inmediato a liquidez y al mismo tiempo permitía sacar de la hoja de balance del banco (operaciones *off-the-balance sheet*) la cartera de créditos, reduciendo la exposición a créditos de mala calidad y eludiendo los requisitos de capital mínimo.

- Seguros de default: contribuyeron a extender las fallas a todo el sistema, pues no sólo involucran a las instituciones financieras sino también a las compañías aseguradoras. Para contrarrestar las malas calificaciones de los tramos inferiores se adquirían seguros contra el riesgo de incumplimiento mediante swaps emitidos por las aseguradoras. El *credit default swap* consiste en un contrato mediante el cual la parte tomadora abona durante la vigencia del swap una comisión a la aseguradora, con el compromiso de que en el caso de default la aseguradora adquirirá el bono defaulteado por su valor nominal. Mientras no se diera el evento de un default, el CDS permite a la compañía aseguradora más securitización, es decir, la creación de nuevos instrumentos estructurados cuyos colaterales sean los CDS.

- Agencias calificadoras de riesgo: cumplieron un rol clave en las operaciones de “alquimia financiera”. La estimación inicial de las probabilidades de default de un producto estructurado es clave para calificar todos los tramos que a partir de él se generan. Por lo tanto, al otorgar altas calificaciones a los productos estructurados, las agencias permitieron la expansión de este mercado.

- Complejidad financiera: los instrumentos financieros creados eran tan complejos que incluso aunque las cláusulas contractuales estuvieran bien definidas, resultaba difícil valuarlos. Se dio una tendencia hacia la complejidad y la falta de transparencia dado que los mercados

transparentes son más competitivos y por ende, los márgenes de ganancia son menores. Los nuevos instrumentos creados, en lugar de mitigar el riesgo, contribuyeron a exacerbarlo.

- Apalancamiento excesivo: si los mercados financieros funcionan en forma eficiente, no se pueden obtener ganancias a partir del apalancamiento pues el intercambio de títulos es un juego de suma cero: los ingresos de los ganadores son los egresos de los perdedores. Por lo tanto, un mercado en donde todos sus participantes “ganaban” debería haber sido un indicio de que algo no estaba funcionando adecuadamente.

- Esquemas de Ponzi: tiene que ver con un comportamiento colectivo. Incluso aunque algunos bancos se hubiesen percatado de los riesgos que realmente se estaban asumiendo, si no se sumaban al “juego” hubieran obtenido menores ganancias que aquellos bancos que si se sumaron, y por tanto el valor de sus acciones hubiese caído. El esquema de Ponzi significa que “nadie se quiere quedar afuera de la rueda de hacer dinero”.

- Utilización de modelos erróneos: las entidades financieras estaban utilizando datos y probabilidades de default históricos, es decir, correspondientes a períodos anteriores que no contemplaban la amplia gama de instrumentos financieros creados en los últimos años. Por lo tanto, estos modelos llevaron a las instituciones financieras a subestimar el riesgo sistémico.

Además de esta inmensa estructura de incentivos, el otro gran factor que contribuyó al desarrollo de la crisis fue la inacción de los bancos centrales. En este sentido, se argumenta que parte de la responsabilidad corresponde a las propias autoridades monetarias de los países desarrollados pues ellas mismas crearon las condiciones para que la crisis tuviera lugar. Estas condiciones se refieren a la desregulación de muchas actividades y productos financieros, una política monetaria laxa y un rol pasivo que se limitó al manejo de la tasa de interés a corto plazo.

IV. El banco central y la política monetaria y financiera.

Previo al colapso económico y financiero de 2008, la literatura parecía haber alcanzado consenso en cuanto al accionar de los bancos centrales: mantener en el largo plazo la estabilidad de precios. El objetivo de la estabilidad de precios a ser alcanzado mediante metas de inflación por parte de bancos centrales independientes se había convertido en el modelo canónico de la política monetaria en el marco de una economía abierta y liberalizada y tipos de cambio flexibles. Este paradigma de banco central “gendarme”, que sólo se ocupa de la estabilidad de precios mediante el manejo de la tasa de interés a corto plazo, nace como reacción a los episodios inflacionarios de

los años '60 y '70 pero se expande ampliamente durante el período de la “Gran Moderación”, el cual se extiende desde los '90 hasta la crisis del 2007 y se caracteriza por condiciones macroeconómicas de crecimiento sostenido y baja inflación que permitieron a los bancos centrales adoptar las mencionadas metas como objetivo principal de la política monetaria.

La consolidación de este modelo de “mandato único” queda documentada en un estudio realizado por el Banco Central de Suecia en el año 2006. De 47 bancos centrales encuestados, el 46% respondió que la estabilidad de precios constituía su objetivo primario, 27% alegó “objetivos más complejos” y el 27% restante distribuyó sus objetivos entre estabilidad monetaria, sistema de pagos eficiente, preservación del poder adquisitivo de la moneda y estabilidad financiera.

La estabilidad de precios mediante el establecimiento de metas de inflación significa que el banco central se compromete a mantener la tasa de variación de los precios alrededor de un nivel numérico determinado, y ante subas de precios, los bancos centrales responden contrayendo la demanda agregada mediante aumentos en las tasas de interés o restricciones en la liquidez. Generalmente el *target* de inflación no se define en torno a un valor absoluto sino a un rango, por ejemplo, que la tasa se encuentre entre el 1 y el 3%, y en horizontes de tiempo que pueden variar de 1 a 4 años.

Luego de la crisis de 2008, quedó en evidencia que el mandato único de la estabilidad de precios no resulta suficiente para asegurar el equilibrio macroeconómico. Por lo tanto, el nuevo rol que se le plantea a los bancos centrales debe ser el de lograr la estabilidad financiera.

Ahora bien, la pregunta siguiente es: ¿Qué se entiende por estabilidad financiera? Este es quizás uno de los motivos por el cual los bancos centrales no han incluido este concepto entre sus objetivos primordiales.

A diferencia de la estabilidad monetaria, no hay una forma de medir la estabilidad financiera. Se trata de un fenómeno vago y difícil de definir.

El Banco Central Europeo (BCE), en un concepto elaborado en el año 2008, sostiene que la estabilidad financiera es aquella situación en la cual el sistema financiero es capaz de soportar shocks, tanto internos como externos, mitigando la probabilidad de rupturas en la intermediación

financiera que puedan tener la entidad suficiente como para impedir la eficiente asignación del ahorro a oportunidades de inversión rentables.

De la misma manera, el Banco Central de Suiza sostiene que en un sistema financiero estable todos sus componentes logran cumplir acabadamente sus funciones y son capaces de resistir los shocks a los cuáles están expuestos. El sistema de compensaciones y pagos funciona normalmente y los hogares tienen la capacidad para volcar sus ahorros en proyectos de inversión reales, ya sea dentro del mismo país o en el extranjero.

Intuitivamente, si el sistema financiero está constituido por instituciones y mercados financieros (tal y como dijimos en la segunda sección del presente trabajo) entonces podemos concluir que la estabilidad de todo el sistema financiero requiere estabilidad tanto en las instituciones como en los mercados que lo conforman. Por un lado, las instituciones son estables cuando existe confianza por parte del público en su capacidad para cumplir con sus obligaciones contractuales en forma ininterrumpida y sin ayuda externa. Por otro lado, los mercados son estables cuando sus participantes pueden realizar transacciones a precios que representen el valor fundamental de los activos y a su vez no se producen cambios bruscos de precios en breves períodos de tiempo sin que hayan acontecido hechos extraordinarios que impliquen un nivel de precios anormal.

Los bancos centrales deben lograr conciliar los objetivos de estabilidad monetaria y financiera. Para ello, deben al menos realizar las siguientes funciones:

- Desarrollar indicadores de stress financiero que sirvan como base para elaborar reportes de estabilidad financiera. Los bancos centrales además pueden aplicar los índices de solidez financiera sugeridos por el FMI para evaluar el nivel de la estabilidad en su conjunto.
- Desarrollar estructuras formales de coordinación con el FMI, BPI, Consejo de Estabilidad Financiera del G20 y otros bancos centrales considerados como sistémicamente importantes.
- Patrullar los límites de las normas y las operaciones de inteligencia financiera para evitar que tenga lugar cualquier forma de arbitraje regulatorio, que termina por eludir las normas.
- Establecer requerimientos de capital contracíclicos.
- Identificar las entidades consideradas sistémicamente importantes y vigilarlas más de cerca.

- Verificar que las entidades financieras no posean contrapartes muy significativas, puesto que las arrastraría en caso de insolvencia.
- Establecer mecanismos de compensación para derivados, colaterales en operaciones de recompra y requerimientos de márgenes.
- Contribuir a las políticas sobre capital, liquidez y riesgo operativo en reuniones internacionales.

Debe reforzarse la necesidad de relacionar los conceptos de estabilidad monetaria y financiera, pues de lo contrario el argumento del rol del banco central como estabilizador pierde fuerza.

Dado que las condiciones macroeconómicas evolucionan constantemente, es de esperar que las herramientas que los bancos centrales utilizan para lograr los objetivos de la política monetaria también lo hagan. Si lo que se pretende es que los bancos centrales logren un objetivo más amplio como la estabilidad financiera, la tasa de interés a corto plazo por si sola ya no es suficiente, es necesario dotar a los bancos centrales de nuevas herramientas.

La primer herramienta por la cual se debe comenzar es la carta orgánica. Es fundamental que los bancos centrales otorguen reconocimiento formal y fuerza legal a los objetivos de estabilidad monetaria y financiera. También resulta conveniente realizar la siguiente aclaración: mientras que la estabilidad monetaria es un objetivo que puede ser definido mediante una meta cuantitativa o numérica de inflación, no sucede lo mismo con la estabilidad financiera pues resulta un concepto más amplio, y por ende más difícil de medir. Los intentos de anclarlo en las normas pueden terminar siendo contraproducentes dado que podría generar inflexibilidad por parte del banco central para responder a los cambios permanentes de un mercado tan dinámico como es el financiero. Por tanto, resulta conveniente enunciar el objetivo de la estabilidad financiera en forma legal, pero luego definirlo en forma operativa.

La cuestión de la formalidad y del mandato dual (es decir, el reconocimiento de estabilidad monetaria y financiera) no es un detalle menor. Aunque la lógica tiende a indicar que ambas funciones van de la mano, muchos bancos centrales las han separado por algún tiempo. Por ejemplo, el Banco de Inglaterra separó estas funciones en 1994, mientras que en 1997 reforzó esta tendencia al nombrar a dos vicegobernadores diferentes. Esta separación, con el tiempo,

demonstró ser inapropiada, y se terminó por reconocer que la estabilidad financiera debe estar entre la política monetaria y la supervisión prudencial.

Una vez superada la cuestión de la formalidad, el próximo paso debe ser asignarle herramientas operativas al banco central para poder lograr el objetivo de la estabilidad financiera. Este objetivo más amplio requiere una expansión de las actividades de los bancos centrales. A continuación, se proponen algunas herramientas adicionales que los bancos centrales pueden utilizar:

1) Bajo circunstancias de disturbios financieros, el banco central debe intervenir en el mercado interbancario en forma directa para sostener el financiamiento, pues se entiende que debe ser capaz de lograr los objetivos de política monetaria incluso frente a situaciones de stress. Sin embargo, este accionar de “prestamista de primera instancia” no es recomendable en condiciones normales pues su intervención directa podría estar interfiriendo con la asignación de recursos en detrimento del sector privado que requiere esos fondos para ejecutar sus proyectos de inversión.

2) Para evitar distribuciones injustas de reservas entre las entidades financieras, los bancos centrales deben conducir las operaciones con mayor cantidad de contrapartes aceptando gamas más amplias de colaterales.

3) Cuando determinados segmentos clave del sistema financiero se vean dañados, el banco central debe ampliar sus actividades de intermediación y, de ser necesario, tomar medidas que vayan más allá del ajuste de la oferta agregada de reservas.

4) Cooperación internacional para mitigar los problemas de liquidez global y evitar arbitraje regulatorio de actividades que se desplazan hacia países menos regulados, especialmente los paraísos fiscales. Esto es particularmente cierto para las operaciones con derivados OTC y hedge funds.

5) Durante los períodos de stress, es fundamental que los bancos centrales amplíen las comunicaciones con el público y los medios para que las acciones atípicas que están desarrollando no sean malinterpretadas y tengan efectos adversos.

6) Los bancos centrales deben eliminar el estigma asociado con el uso de sus facilidades de crédito. Esta herramienta es importante para otorgar un seguro de liquidez a los bancos comerciales en épocas de stress.

7) Los bancos centrales deben contener la expansión del riesgo moral, dado que las entidades en crisis pueden tentarse asumir más riesgos ante la posibilidad de que sean rescatadas por la autoridad monetaria en caso de falla. Por lo tanto, los rescates del banco central tienden a privatizar las ganancias pero a socializar las pérdidas.

Como conclusión de esta sección, podemos afirmar que la estabilidad financiera depende del mantenimiento del poder adquisitivo de la moneda, de la confianza en los mecanismos de compensación y pago y de la capacidad de las instituciones financieras de mediar entre el ahorro y la inversión a costos que reflejen razonablemente los riesgos involucrados sin mayores disrupciones que motiven el rescate de los bancos centrales.

El objetivo que los bancos centrales deben perseguir como responsables de la estabilidad financiera debe ser el de lograr el desarrollo de un sistema financiero que en épocas normales funcione eficientemente y en épocas de stress actúe como un factor de absorción de shocks y no de propagación.

V. El banco central y la política de supervisión.

La política de supervisión del banco central abarca dos grandes áreas: por un lado se encuentra el diseño del marco regulatorio y por el otro el control de la implementación de dichas normas por parte de las entidades financieras. La crisis ha puesto en evidencia la necesidad de reformas tanto en el diseño de las normas como en los mecanismos de control dado que el marco regulatorio demostró ser insuficiente, inapropiado e incompleto.

En cuanto a la actividad del diseño, las reformas deben dirigirse a lograr normas comprensivas y contracíclicas.

El marco regulatorio debe ser comprensivo de forma tal de alcanzar a todos los segmentos del mercado financiero, es decir, a todos aquellos agentes e instituciones que realicen inversiones o préstamos en representación de otras personas, independientemente de su forma jurídica. Este objetivo es particularmente importante por dos motivos:

a) En primer lugar, se verificó un cambio en la estructura de ahorro de las familias de EEUU, el cual se desplazó de los bancos a fondos de capital privados (*mutual and pension funds*). Entre 1997 y 2007, los activos de las instituciones depositarias cayeron del 56,9% al 23,7% del total de

los activos del sistema financiero, mientras que los activos de estos fondos privados se incrementaron del 21% al 37,8%. Este cambio produjo un incremento en el financiamiento mediante el mercado de capitales que la Fed no tuvo en cuenta y por tanto terminó afectando los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

b) En segundo lugar, el arbitraje regulatorio hizo que muchas actividades se desplazaron hacia mecanismos, instrumentos o instituciones fuera del mercado bancario regulado, tales como los derivados financieros y los fondos de cobertura (*hedge funds*), eludiendo los requisitos de capital. Por tanto, una solución comprehensiva sería que todos estos elementos deban ser incluidos en las hojas del balance del banco para que no se eludan las normas de capital y efectivo mínimo. Estos nuevos actores asumieron las funciones de los bancos comerciales y de inversión pero sin la regulación de ninguno de ellos, por eso es necesario que la regulación sea comprehensiva.

El otro requisito que debe cumplir el marco regulatorio es la contracíclicidad. La actividad financiera es procíclica por naturaleza, pues en tiempos de auge los agentes tienden a asumir riesgos en exceso pero en épocas de caída tienden a asumir riesgos en defecto. Por este motivo la regulación debe ser contracíclica.

La crítica que se le hizo a Basilea II consistió en que los requerimientos de capital eran procíclicos y creaban incentivos para mover activos fuera de la hoja del balance. El resultado fue una disminución en los niveles de capital durante la fase alcista del ciclo (donde el leverage se incrementó enormemente) mientras el crédito se expandía a actividades fuera del balance, que no eran alcanzadas por las normas de Basilea. Por lo tanto, la autorregulación que proponía este esquema regulatorio terminó por crear riesgo moral.

El banco central puede implementar diversos mecanismos para lograr conductas contracíclicas. Algunos de ellos pueden ser:

- Exigir a las entidades financieras la constitución de mayores reservas de capital (es decir, superiores al mínimo obligatorio) en épocas de auge para aplicarlas en tiempos de stress, reduciendo la presión restrictiva sobre el crédito.
- Controlar el crecimiento excesivo (por excesivo debe entenderse mayor al promedio) del préstamo bancario hacia sectores que se hayan expandido demasiado rápido, como sucedió con el sector inmobiliario antes de la crisis.

- Si las posiciones de los derivados crecen mucho, el banco central podría incrementar los colaterales y los requisitos de capital. También podría establecer cámaras compensadoras para los derivados, de forma tal que en lugar de negociarse entre las partes como acuerdos bilaterales pasen por una contraparte central que liquide las posiciones y pague el neto. Esta contraparte central brinda un marco de seguridad al exigir a las partes la constitución de márgenes.
- El banco central también podría dividir a las instituciones financieras en dos grupos: aquellas que tienen financiamiento de corto plazo (12/24 meses) y aquellas que cuentan con financiamiento de más largo plazo. Ante situaciones de stress, las primeras suelen fallar, mientras que las segundas suelen actuar como estabilizadores automáticos. Por tanto, una medida contracíclica consistiría en establecer requisitos de capital para las primeras y un régimen de solvencia que considere activos y pasivos a largo plazo para las segundas.

El primer mecanismo propuesto merece una reflexión dado que aumentar los requisitos de capital supone un costo adicional. La pregunta entonces es ¿Quién debe soportarlo? Considerando que el objetivo de estas medidas contracíclicas es contribuir a la estabilidad financiera, y siendo la estabilidad financiera un objetivo de interés público – pues le interesa a todos los habitantes de un país, pertenezcan o no al sistema financiero – me inclino a pensar que debería ser soportado por todos. El primer actor golpeado por un aumento en los requisitos de capital serían los mismos bancos. Sin embargo, es de esperar que estos bancos no absorban todo el costo sino que trasladen parte de él a sus clientes. Por lo tanto, no sería descabellado plantear que los bancos centrales remuneren los encajes que superan al mínimo obligatorio. Este interés debe ser interpretado como el precio de la estabilidad financiera. Por último, también se debe aclarar que esta tasa debe ser menor a la del mercado de manera que la política del banco central no intervenga en la asignación de recursos al sector privado.

El gran objetivo de la regulación contracíclica es atacar al riesgo sistémico, que se presenta cuando muchas entidades están expuestas al mismo riesgo y el peligro de contagio es elevado. Los elementos contracíclicos de la regulación deben ser consistentes con las metas de crecimiento, inflación y estabilidad del sector financiero.

Finalizada la temática del diseño del marco regulatorio, queda por analizar el control de la implementación de dichas normas.

En este punto, las prácticas internacionales han diferido considerablemente. Por un lado, hay consenso en que los bancos centrales necesitan contar con información sobre el sector bancario dado que es el principal mecanismo de transmisión de la política monetaria y también la principal fuente de riesgo en caso de inestabilidad financiera. Por el otro, no hay consenso en cuanto a si corresponde a los bancos centrales recolectar dicha información mediante relaciones directas con los bancos o si corresponde a otro organismo diferente, que la literatura suele denominar “regulador”, es decir, un organismo de contralor fuera de la órbita del banco central.

La tendencia en los años anteriores a la crisis fue la de separar las funciones de banca central y supervisión directa del sistema financiero bajo los argumentos de evitar conflictos de interés y concentración de poder. De acuerdo a un estudio realizado por miembros del Banco de Inglaterra en 2006, se encontraron con que de una muestra de 143 bancos centrales, 50 de ellos no ejercían la función de supervisión, 29 la compartían con alguna otra agencia mientras que 64 bancos centrales sí presentaban como una de sus misiones primarias la supervisión del sistema financiero.

Países como Inglaterra, EEUU, Alemania, Canadá, Suecia y Japón establecieron agencias gubernamentales fuera del banco central que se ocupaban de la supervisión del sistema financiero. En particular, la creación de la Autoridad de Servicios Financieros en el Reino Unido (que se desempeñó desde el 2001 hasta el 2013, cuando fue reemplazada por otros dos organismos) contribuyó a reforzar la tendencia de la separación.

Sin embargo, luego de la crisis muchos bancos centrales están retomando las funciones de supervisión del sistema financiero. Los principales argumentos para la integración en la supervisión son los siguientes:

- El crecimiento de los conglomerados financieros ha borrado los límites entre los subsectores del sistema financiero. Además, el enfoque clásico funcional ya no se corresponde con la estructura de ninguno de los mercados. Se requiere supervisión para el conjunto de los conglomerados financieros considerados como un todo.
- La existencia de un único regulador permite obtener mayor eficiencia y aprovechamiento de economías de escala, así como la simplificación de las relaciones generales entre entidades y el regulador.

- Un único regulador va a ser más eficiente en la asignación de recursos regulatorios escasos, utilizando un enfoque de supervisión basado en el riesgo.
- Un único regulador fortalece el sistema dado que su responsabilidad por el control del sistema financiero es clara.

Por su parte, un estudio realizado por el FMI en el año 2006 se propuso analizar si la supervisión integrada está asociada a mejor calidad regulatoria. Para evaluar dicha calidad se utilizó como proxy el cumplimiento de las normas internacionales de Basilea. Las conclusiones extraídas sostienen que en los países que cuentan con un único regulador, el cumplimiento de las normas es más eficiente pues hay mayor consistencia en la calidad de la supervisión.

En el caso del Banco de Inglaterra, el hecho puntual que replantea la responsabilidad de los bancos centrales en la supervisión del sistema financiero fue la quiebra de Northern Rock en el verano de 2007. Este hecho fue un golpe al modelo de regulación de inglés. La Oficina de Auditoría de la Nación de Inglaterra reveló que el Tesoro no estaba en condiciones de manejar la falla de un gran banco, y en efecto se venían cometiendo muchos errores en los procesos de saneamiento y regularización financieros.

Las reformas inglesas terminaron por alejar al banco central del sistema financiero. El banco central se concentró en metas de inflación mientras que la autoridad de servicios financieros se dedicó a la supervisión individual de las entidades financieras, ignorando el análisis del conjunto y el riesgo sistémico. Como consecuencia, la definición y el uso de herramientas macroprudenciales cayó entre ambos extremos, pero el problema no fue la super sino la infraposición de las tareas, con lo cual quedó un bache ampliamente descubierto.

Por mi experiencia personal me consta que el control es más eficiente cuando es centralizado, por lo que opino que el mismo banco central – o en su defecto algún organismo que dependa de él – es quien debe ejercer la supervisión del sistema financiero. En primer lugar, porque el banco central es el que maneja la información, con lo cual al establecer un organismo diferente para el control, las entidades financieras estarían duplicando sus reportes, con el riesgo adicional de que brinden – ya sea deliberadamente o por error – diferentes informaciones. De haber un único organismo, las entidades financieras reportarían una sola vez y luego la autoridad monetaria podría procesar la información obtenida cada vez que lo necesite.

Por otro lado, las tareas de ejecución de la política monetaria y la supervisión del sistema financiero deben estar ampliamente coordinadas. Si estas funciones se separan en organismos diferentes, es fundamental que exista entre ellos un grado muy elevado de coordinación, y esta coordinación puede resultar de tal complejidad que al final del día termina erosionando los beneficios que se espera la separación de funciones proporcione.

Para finalizar la sección de supervisión, hay dos temas que merecen ser discutidos pues podrían ampliar el espectro de las actividades que realizan los bancos centrales: el primero tiene que ver con el control del precio de los activos y el segundo con la regulación macroprudencial.

Respecto del precio de los activos, una de las grandes controversias surgidas en la banca central luego de la crisis es el alcance, si es que corresponde, de la política monetaria para responder a cambios en el precio de los activos, fundamentalmente acciones, propiedades y, particularmente, viviendas.

Steve Roach, ex CEO de Morgan Stanley, sostiene que en una economía global activos-dependiente como es la actual, es hora de que la autoridad monetaria considere los mercados de activos en la formulación de la política monetaria. La creciente generación de burbujas en los últimos años demuestra que es necesario reconocer la relación entre mercados de activos y la economía real.

Su argumento es que se ha realizado una lectura incorrecta de la inflación mundial como consecuencia del ingreso de naciones súper competitivas como China. La competencia china tiende a reducir el precio de los bienes, y con ellos los salarios, mientras que otros participantes de los mercados financieros se vuelven extremadamente ricos. El exceso de liquidez creado por los bancos centrales llevó a creer erróneamente que la inflación mundial finalmente había sido conquistada. Esta lectura es incorrecta, pues el IPC analizado no era la inflación mundial como se creía sino el IPC chino, el cual se mantenía artificialmente bajo por el boom exportador, alimentado por la manipulación del tipo de cambio (China mantiene un tipo de cambio subvaluado mediante la compra de deuda a EEUU para sostener la competitividad de sus exportaciones).

Se produjo una gran confusión pues los bancos centrales creían haber controlado la inflación a pesar de ejercer una política monetaria totalmente pasiva, pero en realidad esto se dio porque importaban inflación negativa del extranjero.

Las tasas de interés de EEUU, desde finales del 2001, se mantuvieron muy por debajo del nivel que indicaba la Fed, y para 2004 esta diferencia era de 300 puntos básicos. Esta deliberada política monetaria expansiva fue implementada frente al temor de la deflación japonesa, y se considera una de las causas directas que contribuyeron al boom en el precio de las viviendas y a su posterior caída. De esta forma, un régimen monetario que sólo se ocupa de la inflación a corto plazo es incapaz de brindar protección contra la generación de desbalances financieros. Por tanto, si la política monetaria no incorpora este fenómeno será incapaz de brindar estabilidad financiera.

En el otro extremo del argumento encontramos a Alan Greenspan, quien sostenía que los bancos centrales deben ajustar su política monetaria de forma activa y preventiva para compensar incipientes presiones inflacionarias o deflacionarias. Pero lo importante es que la política monetaria no debía responder antes cambios en los precios de los activos en tanto fuesen señales de la inflación esperada

Otros autores sostienen que no es razonable esperar que los bancos centrales administren el precio de los activos porque de hecho controlan el IPC al fijar metas de inflación.

Al margen de estas posturas encontradas, lo que los bancos centrales no pueden dejar de hacer en este rol más activo que les toca asumir luego de la crisis es vigilar el precio de los activos, y en especial, los del mercado inmobiliario, cuya dinámica ha pasado a ocupar un papel fundamental en las condiciones de estabilidad monetaria y financiera de todo el mundo.

Un estudio realizado por el FMI sostiene que la caída en los precios de las acciones suelen provocar pérdidas de alrededor del 4% del PBI, mientras que en la caída de los precios de las viviendas suele ser el doble. Por tal motivo, las burbujas inmobiliarias merecen más atención, sobre todo cuando están asociadas a una rápida expansión del crédito.

Considerando que por naturaleza los precios cambian, los mismos no deben incluirse en las metas de inflación porque estarían distorsionando los objetivos de la política monetaria. Lo importante

es que los bancos centrales vigilen los precios de los activos para detectar la posible formación de burbujas.

La pregunta entonces es: ¿Qué se entiende por burbuja y cómo puede detectarse? Una burbuja financiera es una circunstancia en la cual los precios de los activos crecen por encima de su valor fundamental en su etapa de auge, alcanzando niveles “excesivos”, para luego experimentar una brusca y repentina caída. El valor fundamental de un activo está dado por el valor actual de los ingresos futuros que se espera dicho activo produzca. Cuando este valor fundamental difiere significativamente del valor de mercado para ese activo, puede ser el indicio de la formación de una burbuja. Esta burbuja es diferente de un “boom” de precio, por cuanto el boom presenta un aumento más moderado en un período de tiempo más prolongado.

Cuando el banco central detecte niveles inusuales de precios que puedan ser un indicio de una burbuja, debe actuar para prevenirla. ¿Qué medidas debe tomar? Una posibilidad es limitar el crédito destinado a financiar la compra de ese activo. Pero lo que sin duda el banco central no debe hacer es subir la tasa de interés, pues en el afán de controlar una burbuja estaría desalentando la inversión, atentando contra la demanda agregada y por ende contra el nivel de actividad económica. Según Keynes este es el tipo de remedio que cura la enfermedad matando al paciente.

Finalmente, el nuevo desafío que se le plantea a los bancos centrales en materia de supervisión es la regulación macroprudencial. Esta nueva rama de regulación tiene como objetivo identificar las tendencias en la economía en general y en el sistema financiero en particular que pueden atentar contra la estabilidad financiera y macroeconómica, y en consecuencia determinar las medidas a ser tomadas para combatir los riesgos resultantes. Es necesario que esta regulación macroprudencial tenga lugar a nivel internacional, tanto como sea posible, para no crear desventajas competitivas entre sistemas más y menos regulados.

La regulación macroprudencial consiste en ajustar los requerimientos prudenciales (normas de capital y efectivo mínimo) por motivos macro. Este tipo de regulación es una de las herramientas adicionales que se les debe otorgar a los bancos centrales para lograr el objetivo de la estabilidad financiera. Esta regulación puede aplicarse en aquellos mercados donde sus condiciones generales parezcan estar indicando riesgos de desbalances o burbujas de precios.

En cuanto a los requisitos de capitales mínimos, hay un mecanismo de ajuste automático propuesto por los autores Goodhart y Persaud que merece una mención. Estos autores sugieren que los bancos pueden constituir una reserva sobre el crecimiento de los activos, que puede estar atada a la meta de inflación, la tasa de crecimiento a largo plazo y a cambios en el ratio crédito bancario/ PBI. Esta fórmula permite al banco central vincular la estabilidad microeconómica con la estabilidad macroeconómica. Los requerimientos de capital pueden ser incrementados en 0,33% por cada 1% de crecimiento en exceso que los activos del banco tengan sobre la previsión básica. Por ejemplo, si los activos del banco crecen a una tasa del 21% por encima del umbral, y el ratio original era de 8%, entonces el banco debería llevarlo a 15% (pues $15 = 8 + (21 / 3)$).

Si bien es una medida que los bancos centrales pueden tener de referencia, no me parece que sea la solución a la cuestión de la regulación macroprudencial pues necesariamente debe intervenir el juicio de los ejecutores de política. En definitiva, la regulación macroprudencial no es un cálculo que se pueda resolver en forma automática porque requiere analizar el sistema financiero en su conjunto.

VI. Conclusiones.

El modelo de banco central gendarme que sólo se ocupa de fijar la tasa de interés a corto plazo demostró ser ineficiente para mantener el orden financiero internacional. Por lo tanto, dado que son los principales ejecutores de la política monetaria, resulta imperioso que los bancos centrales expandan su estructura y amplíen el alcance de sus actividades, ejerciendo un rol más activo en el mantenimiento de la estabilidad financiera.

La reforma del sistema financiero, motivada por el nuevo rol que les toca asumir a los bancos centrales, es fundamental para evitar que no se vuelva a repetir una crisis de semejante envergadura.

Analizando el orden financiero mundial luego de la crisis, pueden extraerse las siguientes conclusiones. Por un lado, las estrategias de acumulación de reservas internacionales y tipo de cambio administrado demostraron ser efectivas para los países en desarrollo, que supieron sortear la crisis sin las graves recesiones que sufrieron los países desarrollados.

Por el otro lado, mientras no exista un orden monetario global y el dólar continúe utilizándose como medio de pago internacional, EEUU continuará corriendo grandes déficit en cuenta corriente.

Ante una Unión Europea estancada, si EEUU sigue corriendo grandes déficit y China grandes superávit, no hay perspectivas de que los desbalances globales vayan a corregirse.

Por lo tanto, como no se esperan cambios en los desbalances globales, si no se produce una reforma en el sistema financiero es de esperar que al cabo del ciclo (dentro de unos años, luego de la recuperación) la crisis se vuelva a producir.

¿Cuáles son los cambios que deben producirse en el sistema financiero? Básicamente se han identificado dos grandes fallas: el marco regulatorio y el alcance de la política monetaria, y ambas se funden en una sola entidad: el banco central.

Los bancos centrales del siglo XXI deben velar por la estabilidad financiera; el objetivo de estabilidad monetaria traducido en metas de inflación a lograr mediante el manejo de la tasa de interés a corto plazo ya no es suficiente, por eso debe hacerse de nuevas herramientas.

En materia de regulación y supervisión, la globalización de los sistemas financieros ya no admite reglas estáticas pues el ritmo frenético de las innovaciones terminará por evadirlas. Por lo tanto, se debe desarrollar un sistema dinámico sobre la base de dos pilares fundamentales: incentivos e información. El sistema regulatorio enfrenta tres grandes desafíos: promover la innovación, promover la estabilidad macroeconómica e incentivar la competencia.

Por último, vale la pena recordar que, independientemente de las discusiones que puedan darse en torno al rol de los bancos centrales, sus funciones y su independencia, los bancos centrales son los principales ejecutores de la política monetaria, y la política monetaria es una rama de la política económica.

Esta política económica es uno de los instrumentos con que cuenta el Estado para lograr sus fines, que pueden resumirse como “la satisfacción de las necesidades públicas en su más amplio sentido”. De esto se desprende de que los bancos centrales deben estar en línea con los objetivos del Estado – el cuál es conducido por el gobierno – y que el sistema financiero debe ser una

herramienta puesta al servicio de la sociedad para lograr los grandes objetivos de la política económica: el desarrollo económico a largo plazo con estabilidad de precios.

VII. Referencias.

- ARCHER, David y MOSER-BOEHM Paul (2013) “Las finanzas de los bancos centrales”. Paper N° 71 del Banco de Pagos Internacionales.
- ARNAUDO, Aldo (1972), “*Economía monetaria*”. Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, México.
- CARRERA, Jorge (2009) “*El G20, la crisis y el rediseño de la Arquitectura Financiera Internacional*”. Documento de trabajo 2009-45 del Banco Central de la República Argentina.
- DAVIES, Horward and GREEN, David (2010) “*Banking on the future. The fall and rise of central banking*”. Princeton University Press, New Jersey.
- DUFFIE, Darrel (2011) “*How big Banks fails and what to do about it*”, Princeton University Press, New Jersey.
- FINDE, Luis (2014) “*La política monetaria en las economías avanzadas*”. Disponible en web: www.bde.es/f/webbde/GAP/.../linde080714.pdf
- GRIFFITH, Stephany; OCAMPO José Antonio and STIGLITZ, Joseph (2010) “*Time for a visible hand. Lessons from the 2008 world financial crisis*”. Oxford University Press, New York.
- *Ministerio de Economía y Finanzas Públicas*. Notas técnicas N° 1, 2, 4, 5, 8, 9, 13, 16, 43. [Consulta: 27 de abril de 2015].
- RAPOPORT, Mario. “*Los ciclos económicos mundiales y la crisis de la economía norteamericana*”. Disponible en web: http://www.econ.uba.ar/planfenix/aportes/8/Rapoport_Los_ciclos_economicos_mundiales_y_la_crisis_norte.pdf
- REDRADO, Martín (2010) “*La política monetaria y financiera Argentina en tiempos de crisis*”. Documento de trabajo N° 3. Universidad Católica Argentina.
- WIERZBA, Guillermo; DEL PINO SUÁREZ, Estela; KUPELIAN, Romina y LÓPEZ, Rodrigo (2008). “*La regulación financiera. Basilea II, la crisis y los desafíos para un cambio de paradigma*”. Centro de economía y finanzas para el desarrollo de la Argentina (CEFIDAR).