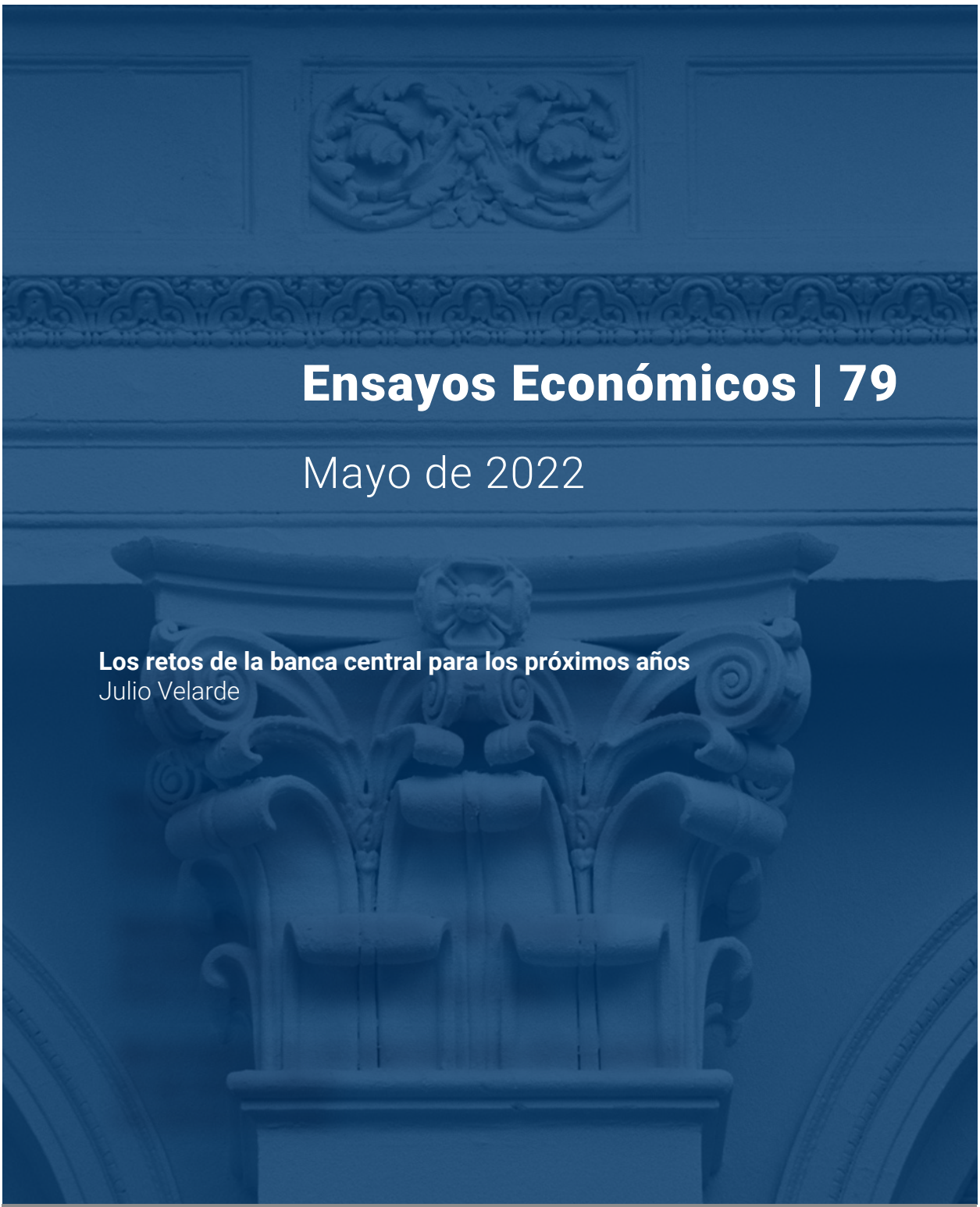

Ensayos Económicos | 79

Mayo de 2022

Los retos de la banca central para los próximos años
Julio Velarde

BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Ensayos Económicos es una revista editada por la Subgerencia General de Investigaciones Económicas

ISSN 1850-6046
Edición electrónica

Banco Central de la República Argentina
San Martín 235 / Edificio San Martín Piso 7, Oficina 701 (C1003ABF)
Ciudad Autónoma de Buenos Aires / Argentina
Tel.: (+5411) 4348-3582/3814
Email: ensayos.economicos@bcra.gob.ar
Página Web: http://www.bcra.gob.ar/PublicacionesEstadisticas/Ensayos_economicos.asp

Fecha de publicación: Mayo de 2022

Diseño de tapa e interior | Gerencia Principal de Comunicación y Relaciones con la Comunidad, BCRA
Diagramación | Subgerencia General de Investigaciones Económicas, BCRA

Ensayos Económicos está orientada a la publicación de artículos de economía de carácter teórico, empírico o de política aplicada, y busca propiciar el diálogo entre las distintas escuelas del pensamiento económico para contribuir a diseñar y evaluar las políticas adecuadas para sortear los desafíos que la economía argentina enfrenta en su proceso de desarrollo. Las opiniones vertidas son exclusiva responsabilidad de los autores y no se corresponden necesariamente con la visión institucional del BCRA o de sus autoridades.

Esta revista apoya el acceso abierto a su contenido bajo el principio de que la libre disponibilidad de la investigación para el público estimula un mayor desarrollo global del intercambio de conocimiento. Para facilitar una mayor difusión y utilización, los artículos se encuentran bajo la licencia Creative Commons Atribución-NoComercial-CompartirIgual 4.0 Internacional.

Esta licencia permite copiar y redistribuir el material en cualquier medio o formato, y transformar y construir a partir del material original, mientras no sea con fines comerciales, se mencione el origen del material de manera adecuada, brindando un enlace a la licencia e indicando si se han realizado cambios, y se distribuya bajo la misma licencia del original.

Los retos de la banca central para los próximos años

Julio Velarde[*]
Banco Central de Reserva del Perú

Resumen

En este artículo se presentan reflexiones sobre los retos de la banca central para los próximos años. Primero, se postulan un grupo de principios para una política monetaria exitosa. Luego se analiza la importancia del ciclo financiero y su relación con la política monetaria. Finalmente, se reflexiona sobre el control de la inflación post-COVID-19 y otros retos futuros como la dominancia fiscal y la creación de monedas digitales.

Clasificación JEL: E52, E58.

Palabras clave: política monetaria, inflación, ciclo financiero, COVID-19.

[*] Se agradece la colaboración de Erick Lahura en la elaboración de esta nota. Las opiniones vertidas en este artículo son del autor y no se corresponden necesariamente con las del BCRA o sus autoridades. Email: julio.velarde@bcrp.gob.pe.

The Challenges for Central Banking for the Next Years

Julio Velarde
Central Reserve Bank of Perú

Abstract

This article reflects on the challenges facing central banking in the coming years. First, a set of principles for a successful monetary policy is postulated. Then, the importance of the financial cycle and its relationship with monetary policy is discussed. Finally, we reflect on post-COVID-19 inflation control and future challenges such as fiscal dominance and the creation of digital currencies.

JEL Classification: E52, E58.

Keywords: COVID-19, financial cycle, inflation, monetary policy.

1. Introducción

La pandemia del COVID-19 ha sido uno de los eventos más severos e inesperados que ha experimentado el mundo en los últimos años. A nivel mundial, los gobiernos respondieron con un conjunto de medidas sanitarias y económicas que buscaban minimizar tanto las pérdidas humanas como las económicas. En esta línea, muchos bancos centrales reaccionaron rápidamente asumiendo posiciones claramente expansivas con la finalidad de minimizar los efectos negativos sobre los mercados de bienes y, en particular, sobre los mercados financieros. A dos años de la pandemia el reto de los bancos centrales hacia adelante exige un manejo adecuado de este estímulo monetario en un contexto de recuperación de la actividad económica, fuertes presiones inflacionarias y desanclaje en algunos casos de las expectativas de inflación.

Pero este no es el único reto que tendrán que enfrentar los bancos centrales en un futuro cercano. También se ha observado el surgimiento de nuevas tendencias mundiales que marcarán la agenda y las acciones de las autoridades monetarias en los próximos años. Una de ellas, sin duda alguna, es la creación de monedas digitales emitidas por los bancos centrales (CBDC). Otro tema importante y de reciente discusión es la manera en que la desigualdad económica puede limitar la efectividad de la política monetaria. Finalmente, el cambio climático es otro de los factores que plantea retos futuros, no solo para los bancos centrales sino también para los responsables de política en todo el mundo.

2. Principios para una política monetaria exitosa

El éxito de nuestra política monetaria para enfrentar estos retos futuros dependerá de que podamos mantener un conjunto de principios básicos. Creo que cuando los objetivos son más precisos y claros, el banco central puede desempeñarse mejor pues los esfuerzos de los funcionarios del Banco pueden enfocarse a una tarea concreta. En el BCRP tenemos como objetivo único la estabilidad de precios, lo cual es consistente con un régimen de metas explícitas de inflación adoptado desde principios de este siglo.

Un elemento indispensable para lograr la estabilidad de precios es la credibilidad, la cual toma mucho tiempo en construirse y que, lamentablemente, puede desaparecer rápidamente. Esta credibilidad nos ha permitido tener la tasa de inflación más baja en la región en lo que va de este siglo e incluso en periodos como el de la crisis financiera tuvimos la segunda tasa de interés más baja entre los mercados emergentes y la más baja al inicio de la pandemia del coronavirus.

Otro principio importante es mantener ancladas las expectativas de inflación. Hacia finales del año 2021, muchos países han registrado elevados y persistentes niveles de inflación debido al incremento sostenido de los precios internacionales de alimentos. Sabemos que esta situación se debe a un choque de oferta y que, aunque subiéramos la tasa de interés a 20%, esto no afectará el precio del petróleo o de los alimentos. Sin embargo, lo que nos preocupa es que las expectativas se desvíen de la meta, como sucedió en la década de 1970 en economías desarrolladas.

Un tercer principio tiene que ver con la posición contracíclica de la política monetaria, esto es, la tasa de interés debe subir cuando la economía se sobrecalienta y debe disminuir cuando se debilita. Este principio lo aplicó William McChesney Martin Jr., el presidente de la Reserva Federal que más tiempo ha ocupado ese puesto, y se resume en su famosa frase: "el trabajo del Banco Central es quitar el licor cuando la fiesta recién está comenzando". La aplicación de este principio es complicada pues puede generar presiones políticas sobre el banco central, incluso en países como Estados Unidos donde su autonomía está reconocida, como le sucedió a William McChesney Martin con el presidente Lyndon Jonhson y a Arthur Burns con el presidente Richard Nixon.

El cuarto principio consiste en aplicar una estrategia de control de riesgos. El Banco Central tiene que ponerse siempre en el peor escenario: "desear lo mejor, pero prepararse para lo peor". Es muy importante diseñar los instrumentos para poder reaccionar con rapidez y efectividad ante nuevos escenarios.

El incumplimiento de estos principios básicos debilita la política monetaria y puede generar la tentación de seguir otro tipo de políticas para controlar la inflación, con consecuencias no deseadas.

3. El ciclo financiero

Un sesgo usual en la evaluación de la política monetaria es asumir que las fluctuaciones económicas se deben a choques exógenos; sin embargo, estas suelen ser endógenas, amplificadas por el ciclo financiero. Debido a esto, para un banco central es muy importante distinguir los ciclos financieros de los ciclos económicos, algo que a veces no es tan fácil.

Cuando hay euforia, el aumento de la tasa de interés necesario para detenerla probablemente sea muy grande. Por eso, lo recomendable es aplicar medidas macroprudenciales como el control de riesgos. Como lo señala Borio (2012), el ciclo financiero denota "interacciones entre percepciones de valor y riesgo, actitudes hacia el riesgo y restricciones financieras, las cuales se refuerzan mutuamente y se traducen en expansiones seguidas de contracciones". Y son estas interacciones las que "pueden amplificar las fluctuaciones económicas y posiblemente conducir a graves dificultades financieras y asignaciones económicas erradas".

Existe la tendencia a pensar que todo está bien, la cual está asociada a una confianza excesiva en que los mercados siempre asignan bien los recursos y se arreglan solos. Esta situación se experimentó en el Perú a finales de los años noventa. En el primer semestre de 1998, la expansión de crédito estuvo financiada 50% por líneas de corto plazo del exterior; obviamente era insostenible, pero la creencia era que los bancos del exterior sabían cuando prestar y que los bancos locales sabían cuánto podían prestarse y cuánto podían prestar localmente sin tanto riesgo. Esta confianza en que el mercado se arregla solo es un riesgo y es una de las razones por las cuales un banco central tiene que tomar medidas macroprudenciales.

La evidencia muestra que los auges financieros han precedido a las recesiones. Si no se toma en cuenta el ciclo financiero, la política monetaria puede exacerbar las fluctuaciones económicas, generando episodios de auge y expansión. La evidencia reciente nos muestra que las recesiones son

el resultado no tanto de las acciones de política monetaria sino de su inacción, el hecho de no actuar para moderar los ciclos financieros.

Antes de la crisis financiera internacional, el reconocimiento de la importancia del ciclo financiero y la política macroprudencial era casi nulo. Sin embargo, nuestra propia historia de crisis financieras en economías emergentes nos ha hecho internalizar mucho antes que en economías avanzadas la importancia del ciclo financiero. Y fue solo después de la crisis financiera internacional que el término macroprudencial se hizo muy popular. Si bien debemos incorporar la realidad de las finanzas en los modelos macroeconómicos, también debemos tener la capacidad de reaccionar rápidamente, ponernos en los peores escenarios y tomar decisiones con la teoría como guía y no como dogma de fe.

Tal como indique anteriormente, en el caso peruano, la política monetaria se conduce bajo un régimen de metas explícitas de inflación, con un rango meta entre 1 y 3 por ciento, pero que toma en cuenta explícitamente la necesidad de la estabilidad macrofinanciera. Progresivamente se ha ido reconociendo la utilidad de tener una meta expresada como un rango en vez de una meta puntual para anclar las expectativas. Respecto a la estabilidad macrofinanciera, esta se basa en el control de los riesgos de la dolarización de la economía. El riesgo de liquidez lo controlamos a través de la acumulación preventiva de reservas internacionales y encajes a obligaciones en moneda extranjera, mientras que el riesgo cambiario o efecto hoja de balance se enfrenta a través de las intervenciones cambiarias. Además, hemos introducido un esquema de desdolarización a través de la aplicación progresiva de encajes adicionales a los créditos en moneda extranjera, con el objetivo de desacelerar su crecimiento, pero no de manera abrupta.

En Perú, la intervención cambiaria y el uso de herramientas macroprudenciales como los encajes ha permitido moderar el ciclo financiero. La tasa de interés sigue siendo nuestro instrumento principal, pero nosotros hemos usado el encaje como un instrumento complementario para controlar la expansión del crédito cuando hemos preferido no subir la tasa de interés y atraer más capitales.

La posición de la academia y de la comunidad internacional sobre la intervención cambiaria ha cambiado mucho en los últimos años. La teoría consideraba que un régimen cambiario flexible con intervención cambiaria era insostenible. Sin embargo, la experiencia de muchos países, incluido el Perú, demostró que esto no era así. Es decir, la práctica se adelantó a la teoría. Nuestras economías son muy pequeñas en comparación a los fondos que manejan los mayores administradores de portafolios del mundo, y si no tratamos de moderar de alguna forma la volatilidad generada por esos flujos de capitales, estos pueden tener consecuencias enormes en la asignación de recursos. Además del BCRP, los bancos centrales asiáticos también han intervenido en sus mercados cambiarios para mitigar riesgos que consideran importantes para sus países. Estas experiencias han hecho que organismos internacionales como el BIS y el FMI reconozcan los beneficios de la intervención cambiaria (FM1, 2020).[1]

[1] FMI (2020), "Toward an Integrated Policy Framework". IMF Policy Paper N° 2020/046.

4. El control de la inflación post-Covid

El gran reto inmediato de los bancos centrales es el control de los elevados niveles de inflación que se vienen observando luego de la pandemia del Covid-19. Esta inflación ha sido generada por restricciones de oferta y una rápida recuperación de la demanda agregada luego de que se levantarán la mayoría de las medidas de confinamiento a nivel mundial, todo lo cual ha generado un aumento de precios, principalmente de alimentos y energía. Debemos estar siempre alertas pues existe el riesgo de que se lleguen a desanclar las expectativas y se genere un espiral inflacionario como ocurrió durante la década de 1970 en economías como Japón, Reino Unido y Estados Unidos. Esto no significa que debamos reaccionar exageradamente ante una inflación de oferta recesando la economía, pues el remedio sería peor que la enfermedad. Debemos ser prudentes y aprender de la historia.

5. Otros retos para el futuro

5.1. La dominancia fiscal

Los mayores niveles de deuda y de déficit como consecuencia de la pandemia del Covid-19 pueden generar presiones de dominancia fiscal en los próximos años. Los potenciales incrementos en las tasas de interés para controlar la inflación pueden causar presiones fiscales a través del mayor costo por el servicio de deuda. El riesgo es que la dominancia fiscal, como sucedió hace varios años, genere un aumento de la inflación, se acentúen los ciclos y se deterioren los servicios públicos. Si bien el nivel de endeudamiento del Perú es más bajo que en otros países de la región, este es un riesgo que tenemos presente.

5.2. Moneda digital del Banco Central (CBDC)

El volumen negociado de las criptomonedas ha llegado a ser mayor que el de algunas monedas nacionales. Sin embargo, su cotización es mucho más volátil, por lo que su uso como medio de pago podría afectar la potencia de transmisión de la política monetaria.

En realidad, me preocupan más las llamadas “monedas estables” que tratan de mantener la paridad con una moneda fuerte y que sean producidas por las grandes empresas tecnológicas mundiales. En este caso existe el riesgo de que los bancos centrales pierdan soberanía monetaria; además, se corre el riesgo de que la desdolarización en la que hemos avanzado muchos países se revierta. Por estas y otras razones muchos bancos centrales estamos trabajando en una moneda digital emitida por el Banco Central (CBDC). La forma del diseño de una moneda digital afectaría el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Una alternativa es que la moneda digital solo reemplace al efectivo dado que su demanda no es muy grande por persona.

La emisión de las dos primeras monedas digitales en Las Bahamas y Jamaica es el inicio de una nueva tendencia. Definitivamente, todos los bancos centrales vamos a aprender de lo que hagan los otros bancos centrales al respecto.

6. Reflexiones finales

Mi experiencia de 15 años como banquero central me enseña que hay que actuar con prudencia, a nivel técnico y político. Considero que los bancos centrales debemos estar preparados para distintos escenarios, pues las crisis que se vienen siempre son diferentes a las anteriores. Necesitamos tener la agilidad para identificar oportunamente las crisis y poder reaccionar oportunamente.