



Madrid, 9 de Junio de 2006

Comentarios finales

Conferencia sobre los Bancos Centrales en el siglo XXI

Jaime Caruana

Gobernador del Banco de España

Me siento muy honrado de participar en esta sesión de clausura de la conferencia, acompañado en esta mesa por Pedro Solbes. Espero que las intervenciones les hayan servido de inspiración y motivación. A mí, ciertamente, me han servido. Asistimos en la actualidad a algunos cambios profundos en la forma en que nuestras sociedades organizan sus relaciones económicas, cambios que, naturalmente, plantean nuevos retos para los bancos centrales, tanto en lo que se refiere a su papel de autoridad monetaria, como a su responsabilidad de mantener y promover la seguridad y la eficiencia de los sistemas financieros.

En los dos últimos días hemos analizado algunas de las fuerzas determinantes de estos cambios y sus consecuencias para el diseño de una política monetaria y una arquitectura financiera sólidas, incluyendo la cuestión de cómo organizar de manera óptima los sistemas de pago y de liquidación de valores. Permítanme analizar con más detalle algunos de los temas planteados en la conferencia que me parecen particularmente interesantes. En primer lugar, me propongo hacer una reflexión sobre un asunto especialmente complejo, como es la relación entre estabilidad monetaria y estabilidad financiera, para considerar a continuación varios aspectos concretos de especial interés para un área monetaria como la Unión Económica y Monetaria europea (UEM).

Estabilidad monetaria y financiera

El sistema financiero mundial se ha desarrollado a una velocidad sin precedente en las dos o tres últimas décadas. Durante este período, numerosos países han pasado por importantes procesos de liberalización financiera que han contribuido a dotar a los mercados de mayor profundidad y amplitud, en lo que respecta tanto al número de participantes como a los activos negociados. En el ámbito internacional, la liberalización financiera ha favorecido el acceso de un número creciente de países a los mercados mundiales de capitales y la intensificación de los vínculos económicos y financieros entre distintas regiones. El progreso tecnológico ha desempeñado también un papel fundamental. Así, la capacidad de los participantes en el mercado para obtener y procesar una cantidad ingente de información de forma casi instantánea y para realizar operaciones complejas con un coste reducido ha aumentado considerablemente.

En resumen, todos estos cambios han incrementado notablemente las posibilidades de compartir riesgos entre los agentes económicos. Existe un amplio consenso sobre el hecho de que este proceso de profundización financiera aporta beneficios tangibles a las empresas, los hogares y las Administraciones Públicas. Asimismo, existen pocas dudas de que este fenómeno seguirá su curso en un futuro próximo.

Al tiempo que se producían estos cambios en el panorama financiero, nuestra política monetaria ha logrado notables resultados en la consecución y el mantenimiento de una inflación baja y estable, lo que ha repercutido de forma evidente en el bienestar económico. Creo que estos logros serán, en gran medida, permanentes. Además, considero que, tal y como señalaba Alan Blinder en la introducción de su perspicaz ponencia, el debate sobre algunos de los principios básicos para una política monetaria eficaz parece estar resuelto de momento. Por ejemplo, existe actualmente un alto grado de unanimidad, tanto en el mundo académico como entre las autoridades monetarias, sobre la necesidad de dotar a los bancos centrales de suficiente independencia formal y efectiva, sobre la superioridad de los objetivos de tipos de interés respecto a los instrumentos cuantitativos, y sobre el propósito prioritario de la política monetaria de mantener un reducido nivel de inflación.

Ambas tendencias –por un lado, hacia mercados financieros más profundos e integrados y, por otro, hacia políticas monetarias claramente orientadas a lograr la estabilidad de precios– han sido factores determinantes de los buenos resultados macroeconómicos alcanzados prácticamente a escala mundial en la última década.

Pese a esta visión positiva del pasado reciente, los bancos centrales han de redoblar los esfuerzos por mantener y consolidar los citados logros, perfeccionando su política monetaria y sus mecanismos de regulación y supervisión en vista de determinados riesgos y retos significativos que se alzan en el camino. Como destacó Frederic Mishkin, el éxito final de los procesos de liberalización y globalización financiera en las economías en vías de desarrollo depende fundamentalmente de la capacidad de las autoridades económicas y del sector privado para responder adecuadamente a un entorno en rápida evolución. No hay duda de que el espíritu de esta proposición se puede aplicar igualmente a los países desarrollados.

Un sistema financiero cada vez más liberalizado y globalizado requiere que se reconsideren algunos de los factores básicos que utilizamos en nuestras estrategias monetarias actuales. La mayor envergadura de los mercados y su naturaleza cambiante exigen una evaluación permanente de los distintos mecanismos de transmisión de la política monetaria, un aspecto que, si bien es crucial para la toma de decisiones de política monetaria acertadas, permanece todavía envuelto en una considerable incertidumbre. Sin duda alguna, la aparición de nuevos activos e intermediarios financieros plantea nuevos retos en este ámbito.

Por otro lado, la magnitud actual de los flujos financieros entre distintos países y la incertidumbre respecto a la sostenibilidad y los posibles efectos de una corrección de los llamados desequilibrios globales obligan a todos los bancos centrales a tomar en consideración un conjunto mucho más amplio y complejo de indicadores a la hora de formular sus políticas. Además, nos encontramos probablemente en una coyuntura que podría definirse como de «incertidumbre en sentido de Knight», en la medida en que algunos de los riesgos a

los que nos enfrentamos, y sus hipotéticas consecuencias, básicamente no se pueden medir. De este modo, una política monetaria acertada no sólo requiere una evaluación continua de la situación y de las expectativas del mercado sino también el empleo de previsiones y proyecciones lo suficientemente flexibles como para contemplar una gama amplia de escenarios.

Comparto la opinión expresada ayer por Jean-Claude Trichet, en el sentido de que una buena estrategia de comunicación también reviste particular importancia en el contexto actual. Establecer un ancla para las expectativas de inflación futura es un elemento valioso, máxime en épocas de turbulencias financieras y reales. Una comunicación fluida con los participantes en el mercado y con el público en general es, asimismo, de gran ayuda para preservar la credibilidad, especialmente cuando las circunstancias llevan a alejarse de forma temporal, pero relativamente persistente, de lo que a veces ha dado en llamarse una orientación «neutral» de la política monetaria, situación en la que algunos de nuestros bancos centrales se han encontrado recientemente, o cuando determinados factores elevan las tasas de inflación por encima de los niveles que las autoridades monetarias consideran normalmente más adecuados.

La sintonía entre las expectativas del mercado y los objetivos del banco central, propiciada por una comunicación fluida y transparente, permite que la política monetaria influya de forma más eficaz en la totalidad de la curva de rendimientos. Sin embargo, obsérvese que este último canal llega a ser particularmente relevante si los bancos centrales se aproximan a los mercados desde la posición de liderazgo preconizada por el Profesor Blinder. Concuerdo con él en este punto fundamental: los bancos centrales han de realizar un seguimiento constante de los mercados y obtener de ellos la mayor cantidad de información posible. No obstante, no deben dejarse influir por el clima de los mercados, que puede ser, en ocasiones, caprichoso y excesivamente dirigido a conseguir resultados en el corto plazo.

De todos modos, una de las enseñanzas más certeras que podemos extraer del período reciente de estabilidad tanto monetaria como de la tasa de crecimiento de la actividad económica a escala mundial es que una inflación reducida puede ser compatible con episodios de elevada volatilidad financiera. De hecho, en los últimos años se han producido tensiones financieras tanto en países industrializados como en economías emergentes, sin que se observaran notables presiones inflacionistas. Incluso en países en los que el sistema financiero ha resultado ser más resistente, los ciclos financieros se han caracterizado por una mayor amplitud y volatilidad.

De hecho, un largo período de estabilidad monetaria acompañada de un entorno de bajos tipos de interés, como ha venido sucediendo desde hace unos años, puede dar lugar a ciertos tipos de desequilibrios en los mercados de activos. En este contexto, la escasa rentabilidad de

las inversiones de bajo riesgo y la relajación de los criterios de concesión de crédito pueden inducir a los inversores a asumir riesgos cada vez mayores. A medida que los agentes económicos infravaloran los riesgos totales de sus posiciones, el volumen de inversión en los mercados financieros y, a veces, también en los mercados inmobiliarios, crece velozmente, impulsando al alza los precios de los activos y la cantidad total de crédito, en un proceso que se acentúa a través del mecanismo que liga positivamente el valor de los activos de garantía y la capacidad de endeudamiento. En esta situación, existe el riesgo de que una acusada corrección de los precios de los activos pueda incidir de forma significativa en la estabilidad del sistema en su conjunto. Así pues, un contexto de estabilidad de precios y de bajos costes financieros, que en otras circunstancias resultaría beneficioso, podría favorecer la aparición de desequilibrios financieros.

Esta conclusión, en cierto modo irónica, ha estimulado recientemente un debate sobre el papel que ha de asignarse a la política monetaria como instrumento para corregir los excesos de los mercados financieros e inmobiliarios. ¿Deben los bancos centrales reaccionar ante los precios de los activos por encima de sus efectos directos sobre objetivos puramente monetarios, como la inflación? Las respuestas dadas a este interrogante varían dependiendo, principalmente, de la confianza que se atribuya a la capacidad de los bancos centrales de detectar cuanto antes los desajustes de precios y de corregirlos sin causar grandes daños a la economía.

Tiendo a pensar que, si bien en condiciones normales la política monetaria sólo debería responder a cambios en variables económicas en la medida en que los mismos ejerzan alguna influencia en la dinámica de la inflación, existen circunstancias excepcionales en las que las autoridades monetarias reciben suficientes señales como para considerar que la economía en su conjunto se enfrenta a riesgos importantes que requieren una política más preventiva. Este punto de vista pragmático concuerda con la idea de que las decisiones de política monetaria deberían basarse no sólo en los escenarios más probables sino también en otros que lo son menos pero que, si se materializaran, podrían tener implicaciones de gran alcance para todo el sistema. Uno de estos casos poco probables podría ser una brusca corrección de los precios de los activos, que entrañaría, en última instancia, elevados costes para el bienestar del país.

Lo que es más importante, para poder ubicar este enfoque de la política monetaria en su justo lugar es preciso reconocer que algunos de los riesgos inherentes al ámbito financiero deberían ser en primer término objeto de un marco prudencial adecuado. No es exagerado decir que la inquietud por la evolución desequilibrada de un mercado es, en el fondo, una inquietud por un problema de mala gestión de los riesgos. Esta afirmación es relevante en el caso en que, debido a un exceso de optimismo o énfasis en resultados a corto plazo, los participantes en el mercado no perciben el riesgo real que entrañan sus estrategias de inversión o de concesión de crédito. Pero incluso si pensamos que los agentes actúan de una forma totalmente racional

desde una perspectiva individual, nada garantiza que el resultado final no acarree importantes riesgos sistémicos, que no son tenidos en cuenta adecuadamente por los distintos agentes económicos. En consecuencia, parte de la pronunciada volatilidad y prociclicidad de algunas de las principales variables financieras, como los precios de los activos y el crédito, puede ser reflejo de una estimación equivocada de los riesgos, tanto a nivel individual como colectivo.

De ahí que el establecimiento de marcos de regulación y supervisión diseñados para atacar de raíz los factores determinantes de una evaluación errónea de los riesgos contribuya en gran medida a incrementar la resistencia y la eficiencia del sistema financiero. En este sentido, un marco prudencial sólido debería proporcionar a las instituciones financieras los incentivos adecuados para evaluar y vigilar correctamente los riesgos de sus políticas de inversión y de crédito, y para tomar las correspondientes decisiones de precios. Un mayor conocimiento de los riesgos y de su evolución a lo largo del ciclo económico permite responder más rápidamente a situaciones cambiantes y efectuar ajustes más suaves en el flujo de crédito, reduciendo así la probabilidad de una contracción repentina de la liquidez y del crédito.

El Nuevo Acuerdo de Capital, conocido como Basilea II, es un ejemplo de marco prudencial que hace de los principios que acabo de resumir su piedra angular, ya que tiene por objeto reforzar la estabilidad del sistema bancario internacional fomentando la aplicación de prácticas de gestión de riesgos más completas y eficaces. A estos efectos, Basilea II establece un sistema más preciso y sensible de correspondencia entre los riesgos reales de las entidades de crédito y los requerimientos mínimos de capital regulatorio, además de imponer mayores niveles de transparencia en los estados financieros de las entidades, permitiendo así a los participantes en el mercado realizar un seguimiento más estrecho de sus actividades.

Un marco de capital más sensible al riesgo incentiva a las entidades de crédito para ser más vigilantes ante los riesgos reales de las políticas crediticias centradas en objetivos a corto plazo, como las cuotas de mercado o el tamaño de las carteras, que pueden ser elementos importantes en períodos de expansión del crédito dirigido al sostenimiento de actividades especulativas. Por otra parte, una mayor transparencia en la información facilitada por las entidades de crédito sobre su balance y su posición de riesgos debe contribuir a reducir las asimetrías en la información entre accionistas, prestamistas y prestatarios, que están, posiblemente, en el origen de la mayoría de las crisis financieras.

Sin embargo, pese a los recientes avances en el diseño de un marco prudencial supranacional para las entidades de crédito, queda todavía mucho por hacer, especialmente en lo relativo a otras instituciones financieras y otros mercados. Desde mi experiencia personal como gobernador de un banco central con responsabilidades en materia de supervisión y regulación, miembro del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) y miembro del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, tengo el profundo convencimiento de que los bancos

centrales han de participar activamente en el desarrollo de políticas prudenciales que respondan adecuadamente a los retos planteados por el actual proceso de fuerte desarrollo financiero. En este punto, estaría de acuerdo en que es improbable que un determinado modelo institucional sea una solución universal. Además, debería mantenerse en cualquier caso la separación operativa entre la política prudencial y la política monetaria. Sin embargo, para preservar la solidez de los sistemas financieros, debemos aprovechar la fuerza institucional, la valiosa información y la capacidad analítica de la que disponen la mayoría de los bancos centrales.

REFLEXIONES SOBRE LOS RETOS DE LA UEM

Los retos a los que se enfrenta un banco central ciertamente no son menores si ha de instrumentar una política monetaria única en el ámbito de un área monetaria multinacional.

Hemos visto que en el nuevo panorama económico y financiero los bancos centrales deberían estudiar el modo de explotar plenamente los estrechos vínculos que existen entre la estabilidad financiera y la estabilidad macroeconómica. El Eurosistema está bien dotado para tener en cuenta las sinergias existentes. El propio Tratado considera el mantenimiento de la estabilidad de precios como un objetivo primordial, al tiempo que encomienda al Sistema Europeo de Bancos Centrales contribuir a la ejecución de políticas prudenciales y promover el buen funcionamiento de los sistemas de pago.

No obstante, las políticas del banco central han de enfrentarse a un escenario económico heterogéneo, en el que las economías nacionales conservan características distintivas en lo que se refiere tanto a su exposición a perturbaciones específicas como al diferente funcionamiento de las políticas nacionales y de los mecanismos de asignación. Además, si bien el grado de integración de los mercados es cada vez mayor, todavía existen fricciones que impiden una suficiente flexibilidad en los flujos de bienes y servicios, capital y mano de obra. Incluso en el ámbito de los servicios financieros, aunque los avances hacia el mercado único son evidentes, algunas operaciones que requieren la participación de agentes de varios países de la zona del euro están todavía penalizadas en comparación con operaciones puramente domésticas.

En este contexto, el Eurosistema ha tenido que hacer frente a los retos planteados por la heterogeneidad económica y una integración imperfecta de dos formas distintas. En primer lugar, complementando el seguimiento de las variables agregadas de la zona del euro con el análisis de los correspondientes datos nacionales, a fin de poder identificar la política que contribuya mejor a garantizar la estabilidad de precios en el conjunto de la zona. En segundo lugar, promoviendo una mayor integración de los mercados, especialmente de los mercados financieros, en la zona del euro.

Por lo que se refiere a este último aspecto, el papel de los sistemas de pago es crucial. Como hemos escuchado esta mañana, el Eurosistema está contribuyendo de forma significativa a la consecución de este objetivo mediante el desarrollo de un sistema de pagos al por mayor, denominado TARGET2, que incrementará la seguridad y la eficiencia de los flujos de grandes pagos dentro de la zona del euro. Coincidiría en que a las autoridades competentes les queda todavía mucho por hacer para lograr una mayor integración de los pagos al por menor y de las operaciones con valores. No obstante, el Eurosistema está apoyando activamente, junto con la Comisión Europea, la iniciativa para establecer una zona única de pagos para el euro, y ha dedicado muchas energías a potenciar la eficiencia y la seguridad de los sistemas de liquidación de valores y a facilitar la utilización transfronteriza de activos de garantía.

Con todo, tengo la impresión de que en los próximos años el Eurosistema habrá de reforzar estos dos aspectos de su política. Puesto que no es probable que la UEM alcance un grado de homogeneidad mucho mayor en un futuro próximo, quizá sea necesario prestar más atención a determinados aspectos clave en la evolución de las economías del área sobre la base de la contribución de los bancos centrales nacionales, haciendo un uso más intensivo de la organización federal de la autoridad monetaria europea. Mi opinión a este respecto es que el análisis específico de cada país es cada vez más útil para comprender la situación, las perspectivas y las políticas requeridas en el conjunto de la zona del euro.

De forma similar, no me sorprendería que en el futuro el BCE considerara oportuno destacarse algo más en la defensa de una mayor integración y liberalización del mercado de servicios financieros en Europa.

CONCLUSIONES

En resumen, nuestras economías están experimentando actualmente algunos cambios importantes en lo que respecta tanto a la forma en que se producen y comercian los bienes y servicios, como a las posibilidades de los agentes para organizar sus decisiones económicas a lo largo del tiempo. La mayoría de las fuerzas que subyacen a estos cambios deben considerarse en gran medida beneficiosas *per se*. Sin embargo, como ocurre en cualquier situación nueva, tenemos que hacer frente a un elevado grado de incertidumbre que requiere un esfuerzo exhaustivo de aprendizaje. Como banqueros centrales, hemos aprendido que la estabilidad de precios ha de considerarse como un logro muy valioso pero no suficiente para promover la estabilidad financiera. También hemos llegado a entender mejor la causa de que esto sea así y, por ende, la necesidad de adoptar algunas medidas para hacer que los objetivos de estabilidad monetaria y financiera sean compatibles y sostenibles. Hay que reconocer, sin embargo, que nuestros conocimientos son todavía insuficientes en algunos ámbitos importantes. No obstante, como la interacción entre los dos objetivos es cada vez

mayor, el papel de los bancos centrales es probablemente más complejo pero también más relevante.