¿Triunfo de la banca central?

Señor presidente, Morse, miembros de la Fundación Per Jacobsson, damas y caballeros:

Estoy perplejo de la gran sabiduría que encierra el viejo adagio según el cual, lo que uno piensa, depende del lugar que uno ocupa. En tal virtud, permítame concluir al menos la posibilidad de que, mis propias percepciones de la banca central hayan cambiado desde los días en que yo practicaba tal honorable profesión. Pese a ello, estoy convencido de que hay realidad objetiva en la impresión que abrigaba de que los bancos centrales gozan en estos momentos de una reputación excepcionalmente buena de ser un elemento de equilibrio en esta economía.

No trato de significar con esto que los bancos centrales en lo personal se hayan convertido en modernos héroes populares. Eso sería esperar demasiado. Pero, de algún modo, ellos y sus instituciones despiertan mayor atención y respeto que los primeros actores en el escenario en que se desempeña la política económica, disipando el miedo.

Las que consideramos cualidades, propias de la banca central, restricción, continuidad y prudencia, parecen estar más en boga. En un mundo turbulento, se reconoce más claramente la importancia de restaurar un sentido de estabilidad, tal reconocimiento, de por sí, inclina la atención hacia los bancos centrales y la política monetaria. De hecho, no faltan quienes arguyen ahora con energía que la estabilidad, de precios, debe ser la principal meta, tal vez la única, de la política monetaria. Este modo de pensar, aunque está confundido de las ideas de la primera generación de posguerra, al menos, en Estados Unidos, y muchos otros países. Aún hoy.

A mi juicio, Per Jacobsson, que tanto hizo por desarrollar y sostener la ética y, por tanto, la实践 de la banca central internacional, y en los primeros años de posguerra, juzgaba esos conceptos perfectamente obvios y no cabría que en la actualidad se esté regresando al concepto de estabilidad, de precios. En este sentido, me complace mucho que este libro esté siendo publicado en esta conferencia dedicada a los problemas y a los retos que plantean la nueva economía.

Textos de la Conferencia Per Jacobsson correspondientes a 1990, que se publicó en "Volcker en Washington" D. C., el 28 de septiembre de 1990.

ridad y de la formulación de decisiones, eficientes sistemas de contabilidad, derecho comercial y competencia. Mi única conclusión es que, al observar la evolución de las economías occidentales en los decenios recién transcurridos, los dirigentes de Europa Oriental compartan la sensación de que, en el mundo de hoy, las cuestiones de estabilidad de precios y desempeño financiero han de gravitar considerablemente en su posible éxito. Green estos que la efectividad de sus flamantes bancos centrales será decisiva para el buen resultado. La estructura y el apropiado grado de independencia del banco central han pasado igualmente a ser cuestión decisiva tanto en China como en la Unión Soviética (y en algunas de las Repúblicas de esta última).

Lo que a mí me intriga es por qué los bancos centrales gozan hoy de más prestigio que hace tan sólo décadas. ¿Es efectivamente dichas instituciones ejerciendo un mejor control de nuestros desigual procedimientos financieros, y qué implican todo ello para el mantenimiento de la estabilidad y el crecimiento? No es un tema que hoy sea cuestión de qué hacer sino de cómo hacerlo.

El prestigio de los bancos centrales

Sí, duda, varios factores han contribuido a enaltecer el prestigio de los bancos centrales, pero, dado la responsabilidad que sobre ellos recae en todo el espectro de la política monetaria, el más importante debe ser la cambiante percepción de la importancia de la estabilidad de precios.

Casi todas las economías de orientación de mercado han sufrido, en mayor o menor grado, una acumulativa y acelerada inflación en todo el decenio de los setenta y primeros años ochenta. Durante algún tiempo, tal inflación pudo explicarse como una inesperada consecuencia de factores especiales, en particular las sucesivas crisis del petróleo. En opinión de algunos, la responsabilidad por esa situación debía achacarse en gran medida a los propios bancos centrales, sobre todo por haber permitido el excesivo crecimiento de las reservas mundiales durante la transición y los tipos de cambio flotantes. Es más, la ampliamente aceptada doctrina intelectual de que algún grado de inflación era una razonable contrapartida del crecimiento y el empleo tendió a diluir los esfuerzos para hacerse efectiva en los bancos centrales.

Todos estos razonamientos fueron, por lo menos, perentorios. Conforme el desempeño económico básico (crecimiento, empleo y productividad) parecía deteriorarse, ante una inflación elevada y en alta. Los mercados de cambios eran inestables y la moneda especulativa que, habitualmente en muchos mercados, acarreaba la impresión contraria, se amplió hasta el punto de que...

En tales circunstancias, la muletilla monetarista de que, a fin de cuentas, la inflación es un fenómeno monetario fue recibida cada vez de mejor grado entre los formuladores de las políticas. En efecto, los bancos centrales empezaron a tener una plataforma cada vez más firme para la acción efectiva.

Lucha contra la inflación

Pese a todas las vacilaciones, iniciativas fallidas, incertidumbres y interrogantes, a finales de los años setenta y principios de los ochenta varios de los principales bancos centrales sí actuaron más energicamente en su lucha contra la inflación. Procedieron en la única forma realmente a su alcance: restringiendo el crecimiento global del dinero y el crédito.

El proceso no fue muy imaginativo ni preciso. Las teorías y los análisis empíricos acerca de la relación estable y pronosticable entre el dinero y la inflación (o el producto nacional bruto nominal) parecían perder su eficacia, en Estados Unidos y en otros países. Con unos mercados interbolsas e internacionales desregulados y cada vez más fluidos, incluso el determinar una apropiada definición estadística del dinero se volvía más difícil. A veces resultaba muy arduo mantener un estrecho control sobre dichos agregados.

Un hecho significativo es que, conforme la restricción se extendía, los países que antes iban, uno tras otro, iban cayendo en recesión o pasaban por un dilatado período de estancamiento. En el caso de los Estados Unidos, la ineficacia en el proceso de control de la inflación debidamente ajustado se convirtió en la arremetida de la ley económica al proceso de inflación. El proceso de control de la inflación se aceleró para acelerar el crecimiento más vigoroso, el desemprego. Un proceso inversista más pujante y la mejor productividad, en tanto que el producto nominal se extendía.

La capacidad de los bancos centrales de tomar la iniciativa resultaba muy menos impresionante, también, porque en muchos países la política monetaria parecía ser el único remedio disponible. Desde luego, eso era simplista. Sin embargo, fue una reflexión más o menos correcta, y cada vez más frecuente y política y las controversias doctrinales, el uso de la política fiscal para contribuir al manejo de la inflación se vio marcadamente desvencajado.

Estados Unidos es un buen ejemplo de lo dicho. Hasta la fecha, un atolladero político ha permitido que sigan registrándose déficits fiscales, indebidamente cuantiosos durante un período de expansión...
comercial notable por su longitud... y por un nivel de ahorro abismalmente bajo; una fuerte dependencia del capital extranjero para respaldar inseguro y insuficientes niveles de inversión y un costo del capital ahora crónicamente elevado. 

Ahora bien, mi país no era el único que tropieza con dificultades para conducir flexiblemente la política fiscal, o para tomar y hacer cumplir decisiones acerca de otros elementos del programa económico con fuerte influencia política. En ese contexto, el profesionalismo y la flexibilidad relativos de los bancos centrales han parecido, por tanto, más impresionantes.

**Profesionalismo, continuidad y colaboración**

Esas cualidades han incrementado la influencia y la estatura de los bancos centrales también en otros aspectos.

La comunidad de la banca central, en su mejor momento en el plano internacional, se ha señalado por un sentido especial de "colegialidad", respeto mutuo y responsabilidad colectiva. El propio Per Jacobsson contribuyó en gran medida a desarrollar esas cualidades en los años que estuvo en el Banco de Pagos Internacionales y en el Fondo Monetario Internacional, cuando estaba en pleno auge el sistema de tipos de cambio fijos de Bretton Woods.

Desde luego, el éxito del sistema de Bretton Woods dependía manifiestamente de la cooperación monetaria, y ésta no pudo, a la postre, satisfacer las esperanzas que en ella se habían puesto. Para muchos, parte del atractivo de los tipos de cambio flotantes era la mayor autonomía que otorgaban a los bancos centrales, que en cierto modo dependerían menos unos de otros. Creo que es justo decir que, durante algún tiempo, los bancos centrales actuaron en ese sentido. Pero los acontecimientos de 1980 han puesto en claro que nunca antes que, en un mundo de comercio integrado y libres movimientos de capital, es ineludible la necesidad de trabajar en forma cooperativa.

Una vez comprendida esa necesidad, resultaba particularmente útil que los bancos centrales pudieran comunicarse rápidamente y lograr entendimientos operacionales entre sí, y facilitar acuerdos intergubernamentales más amplios. La respuesta colectiva a la crisis de la deuda latinoamericana, que amenazó la estabilidad del sistema bancario internacional en la primera mitad del decenio de los ochenta, es el ejemplo más obvio. Durante casi todo ese decenio, los bancos centrales fueron los primeros en suscribir convenios destinados a coordinar internacionalmente esfuerzos regulatorios, que culminaron con el reciente acuerdo de Basilea confirmado al cual se fijan, por primera vez, pautas de capital mínimo para bancos activos en el ámbito internacional.

Al evaluar el papel que hoy desempeñan los bancos centrales, me parece asimismo notable un punto más sutil. En un buen número de países, esas instituciones vienen siendo desde hace tiempo un importante centro de análisis de políticas independientes y de capacitación profesional, cuyo alcance va a veces más allá de sus inmediatas responsabilidades operativas. Para tomar solo dos ejemplos de distintos hemisferios, piénsese en la función desempeñada desde hace decenios por el Banco de Italia o el Banco de México en cuanto al desarrollo de aptitudes y al fomento de un elevado grado de independencia intelectual en sus respectivos países. Esa clase de comportamiento bien podría representar un atractivo modelo para otras naciones en una etapa temprana de desarrollo o de transición hacia una economía de mercado.

Dicho sea de paso, me parece interesante que se haya vuelto a tratar la colación, tanto en Francia como en el Reino Unido, la cuestión de una mayor independencia formal para sus respectivos bancos centrales, que durante años se había relegado al olvido. Aunque los gobiernos de esos países no han tenido a bien efectuar cambios jurídicos en la posición de sus bancos centrales, me parece que el debate es simbólico de la inmensa importancia que se concede al establecimiento de vigorosas instituciones de bancos centrales.

**Cuestiones importantes**

Concluir que los bancos centrales gozan ahora de bastante prestigio no es lo mismo que aportar evidencia convincente de que esas instituciones se hallan en estos momentos realmente equipadas para asegurar en los años venideros una mayor estabilidad financiera y de precios. Para validar esa hipótesis, se necesita algo más duradero que la demostración de que en un determinado momento de crisis los bancos centrales logran eliminar el sistema bueno parte de la inflación. Tampoco puede considerarse concluyente la existencia de un período excepcionalmente prolongado de expansión económica, período subsiguiente a una profunda recesión.

Todos estamos percatados de que la capacidad de permanencia de esa expansión se está poniendo a prueba precisamente ahora, particularmente en Estados Unidos. Es más, aún durante los años de crecimiento nuestro propio desempleo ha visto mermado por cuantiosos desequilibrios internos e internacionales, escaso ahorro, inversión disminuida, insostenible dependencia del capital extranjero y lento crecimiento de la productividad.

Hemos de reconocer con toda claridad que las más de esas dificultades están más allá de alcance de la política monetaria, por inteligentemente que se maneje. Dados todos los demás azares de la vida...
económica (incluida ahora la connoción del Medio Oriente), creo que sería no sólo simplista, sino de plano falso, sugerir que el riesgo, de una declinación de la economía, aún moderada, pueda imputarse a la política monetaria. Las cuestiones importantes, en lo tocante a la política monetaria y la banca central, son otras, o sea, las que caen más directamente bajo su influencia y control. Creo que esos factores, tomados en conjunto, tendrían claramente mucho que ver en nuestras perspectivas de productividad y prosperidad en el curso del tiempo, aunque no todo quede reducido a factores monetarios y bancarios. 

Area de preocupación

Mis preocupaciones se inclinan en tres áreas: las perspectivas de la estabilidad de precios, la integridad y solidez de nuestra planta financiera y la, valiosidad de los tipos de cambio. Por lo que hace a la inflación, en la mayor parte del mundo, de habla inglesa, así como, en algunos otros países, industrializados, la, tasa de aumento de los precios ha vuelto al rango de 4% a 5%, y se ha elevado, hasta 10% incluso antes de la última crisis del petróleo. Y si ello ha ocurrido, pese a que el desempleo en el mundo industrializado, años después de la última recesión, general, sigue siendo significativamente más elevado que en etapas anteriores del período de posguerra.

Aún ahora, pocos de los países de mediano ingreso, de América Latina, o de otras regiones que tuvieron que vérselas con una crisis de, financiamiento, externo, han sido capaces de restaurar, ni siquiera, una, apariencia de, estabilidad de, precios, ante tal falla, sus, perspectivas de crecimiento sigue siendo inciertas. En Europa, Oriental, en China, en la Unión Soviética, simplemente: no sabemos por el momento si podrán manejar la transición a una economía de mercado sin verse enfangados en inflación. 

En resumen, cuenta, me parece, que no podemos sino concluir que ni, ni siquiera nuestra victoria parcial, sobre la inflación, está asegurada.

Al mismo tiempo, está claro que el pasado decenio ha presenciado una volatilidad de los mercados financieros, internos e internacionales y una tensión en las instituciones financieras totalmente fuera de proporción con la experiencia de los comienzos de la posguerra. De hecho, no se ha visto nada, ni de hasta de los años veinte, y, transcurso de los, treinta, período del desempeño económico claramente insatisfactorio, por usar un eufemismo.

Crecimiento, estabilidad y marco financiero

Pertenecen a la, generación que en economía se formó al terminar la Gran depresión. Estamos, perdiendo en los peligros de las crisis financieras, que precedieron y acompañaron aquel, funesto período. La reacción natural del sector privado fue, durante años, de mantener prácticas financieras sinuamente conservadoras. En cuanto a la política pública, particularmente en Estados Unidos, se fortalecieron considerablemente las facultades reglamentarias y la legislación que protegía a los bancos y los depositantes bancarios. Uno de los, resultados de esa política fue el de arraigar con más fuerza la segmentación y especialización de las instituciones financieras, y aislarlas, en ciertos aspectos, de la competencia de precios. 

El cuarto de siglo siguiente a la segunda guerra mundial se caracterizó, tanto en Estados Unidos como en otras partes, por un, crecimiento sin precedente y una notable estabilidad, todo ello, apoyado, al parecer, en unos mercados financieros bastante estables y ordenados, y en una gran fortaleza institucional. Por lo menos visto ello, en retrospectiva, las autoridades nacionales parecían tener más controlado, el destino económico de sus respectivos países. Eso se, apoyo al pensamiento keynesiano, la política fiscal tenía alguna flexibilidad y parecía producir, en general, resultados de pronosticable utilidad. 

Durante buena parte de aquel período se pensaba que la política monetaría era claramente subordinada. Además, los más de los bancos centrales, en contraste con las prácticas de años recientes, recurrían con frecuencia a los controles del crédito selectivo y otros gérmenes de providencias administrativas, con excepción, bien, el banquillo del golfo. 

Ahora, bien, también es cierto, que, en realidad, las economías solían responder, prontamente, a las variaciones de la oferta de dinero y de la disponibilidad del crédito. Las recesiones eran: moderadas, aunque, bastante, frecuentes. Juzgando: por pautas recientes, los tipos de cambio y las tasas de interés variaban poco, y estas altas, eran, en promedio, históricamente bajas. Hubo poco, y que, empresas, financieras, en minima

Mirando hacia atrás, está claro que aquéllos fueron tiempos propicios para la banca central. Fueron tiempos en que el, en el, gran, decenio, y, en el banquillo del golfo, sensibilizaron la economía a los que ahora llamamos ajustes de política, relativamente pequeños, pero, tendencias inflacionarias, fueron bastante eficazmente, limitadas. La inherente fortaleza de las instituciones financieras minimizó la posibilidad de que, tensiones episódicas, pudieran fomentar dificultades sistémicas.
Esos dispositivos empezaron claramente a verse amenazados en los años sesenta. Por lo pronto, conforme los mercados internacionales de bienes y de dinero iban creciendo, era cada vez más evidente que los requisitos de incremento interno y estabilidad no estaban en armonía con los tipos de cambio fijos. El propio Estados Unidos, país que por tanto nómadas simbolizaba el sistema de mercados financieros abiertos, adoptó el régimen de controles administrativos para defender el dólar en los mercados internacionales.

Esos mismos cambios comerciales y tecnológicos subyacentes en la explosión del volumen de transacciones no tardaron en volver cada vez menos efectivo ese recurso a los controles administrativos. En el mismo periodo, la nueva tecnología empezó a socavar la convencional y reglamentaria segmentación de los mercados financieros internos.

Todos esos acontecimientos tuvieron repercusiones tanto en la banca comercial como en la central. Con mercados internacionales abiertos, ademas de la innovación institucional interna, toda la maquinaria de los controles administrativos (controles selectivos del crédito, tope máximos del crédito bancario total, limites oficiales y consuntivarios de las tasas de interés bancarias, etc.) se volvía cada vez mas inaceptable, porque esos controles realmente ya no operaban muy bien y, cuando lo hacían, era al costo de mayores distorsiones económicas. Sus repercusiones en particular instutuciones y segmentos del mercado, en especial la banca comercial y la vivienda, parecían cada vez más injustas.

Para muchos bancos comerciales, lo que implicaban las nuevas manifestaciones era claramente. Se amortiguaba considerablemente uno de sus preocupeciones endémicas: la de no poder llegar a ningún precio fondos para sus préstamos, debido a los índices aritméticos y el crédito a reguladores. Por tanto, consideraban que la liquidez interna podría reducirse sustancialmente. No sería necesario moderar sus dinámicas políticas de préstamo por temor a la vacescase de fondos. Dinero siempre podría conseguirse si se pagaba el precio, seguro el estribillo y si se consiguieron depósitos, actuando a los mercados de Nueva York, Londres o Tokio. Consideraban que las tasas de interés eran tan altas, que la inflación se restituyeria a su nivel, por lo que podía soslayarse o transferirse al prestatario negándose a comprometerse con tasas de interés de largo plazo.

En un ambiente que se había vuelto más competitivo, la relación de las normas crediticias tradicionales y el alza de los coeficientes de endeudamiento, planteaban medidas apropiadas o necesarias para mantener la rentabilidad.

Esas presiones competitivas se intensificaron considerablemente cuando que la nueva tecnología y las innovaciones financieras iban facilitando a los grandes prestatarios la captación de dinero fuera del sistema bancario. Cada vez más, los grandes prestatarios tomaban de pleno el régimen del sistema bancario oficialmente protegido y supervisado, lo que forzaba a las instituciones a admitir una posición crediticia más débil.

Por supuesto, el ritmo y la intensidad de las modificaciones variaban de un país a otro, pero las tendencias eran similares.

En el caso de la mayoría de los usuarios y economistas, el proceso era beneficioso. Al menos durante un tiempo, las oportunidades de competencia e innovación abiertas por unos mercados más flexibles aparecieron para estimular los intereses de los bancos. Fueron muchas las instituciones financieras que sacaron un amplio provecho de la mayor volatilidad de los mercados. Y abandonaron las fijaciones mutuas por la capacidad de obtener crédito, abriendo de esta manera a los prestatarios más modestos.

Implicaciones para el control monetario

En ese ambiente, las dudas planteadas por algunos, dentro y fuera de los bancos centrales, acerca del potencial perdido de control por las autoridades monetarias y de la explosión del endeudamiento fueron dominadas por las fuerzas comerciales y políticas que impulsaban hacia la desregulación. Al fin, los bancos centrales tendrían que jugar sus operaciones al mismo entorno del mercado, y no al contrario. Las transformaciones eran evidentes.

Eso significaba que tendrían que depender más profundamente de los clásicos medios indirectos de control monetario, con el control de las reservas bancarias y la base monetaria, los que implicaban claramente que había que dejar atrás las tasas de interés de mercado hacia el nivel que fuera necesario para equilibrar la demanda de dinero; con la oferta. Al mismo tiempo, la nueva situación del mercado y el entorno inflacionario significaban que cada vez más difícilmente el efectivo podría integrarse de cualquier particular nivel de oferta de dinero, y las tasas de interés, eran subordinadas a los demás sectores.

No pensábamos que debemos, en un estado de mercado y otro interno inflaciónario, significaban que cada vez más difícilmente el efecto sería inferior a cualquier particular nivel de oferta de dinero. Era un problema importante, que ahora se plantearía.

No parecía que se habían dado en Estados Unidos en otras partes durante los años ochenta. Basta decir el historial de estas modalidades, señala con toda claridad que este, entre otras razones, ha sido un período de inflación y de tasas de interés, que nunca habían sido antes.
racterizado por alto desempleo, recesión y compre-
sión de utilidades.

La moraleja del cuento me parece de una clari-
dad, meridiana: el posponer el tratamiento de las
presiones inflacionarias está doblemente condenado
al fracaso; pasado cierto nivel, la propia inflación
distorsiona la economía y, una vez arraigada la in-
flación, las dislocaciones ocasionadas por el restab-
lecimiento de la estabilidad es posible que sean
mayores.

Asuntos por atender

Difícil como era la transición, para mediados de
los años ochenta se había producido una conver-
gencia de casi todos los países industriales hacia
una mayor estabilidad de precios, con lo que quedó
montado el escenario para un largo periodo de re-
cuperación y crecimiento. En tal sentido, puede
considerarse que el concertado ataque contra la in-
flación tuvo éxito. Pero me parece igualmente cier-
to que ese esfuerzo ha dejado tras sí una caudal de
asuntos sin concluir, tanto para los bancos centra-
les como para otros formuladores de la política eco-
nómica.

El sistema financiero, amenazado

Un hecho que preocupa es la estabilidad y el
vigor de los bancos comerciales y del sistema finan-
ciero, en general.

Desde luego, los participantes en el sistema fi-
nanciero podían percatarse de que, los mercados
más flexibles y volátiles creo de por sí nuevos
riesgos, en particular el de la desigualdad de ven-
cimientos y de unidades monetarias entre activos
y pasivos. Esos riesgos engendraron enormes esfuer-
zos e ingenio para encontrar dispositivos de salva-
guardia eficaces, tanto para las instituciones en sí
como para sus clientes.

Evaluándolos en sus propios términos, o sea para
la protección de determinadas instituciones contra
riesgos específicos, dichos esfuerzos tuvieron un exí-
to considerable, y muy rápidamente se convirtieron
en una importante fuente de utilidades para los
innovadores. Lo que fue menos generalmente com-
prendido es que, al adoptar las instituciones finan-
cieras cada vez más salvaguardias contra riesgos
conocidos y específicos de tasas de interés y tipos
de cambio, han provocado otra clase de riesgo, más
insidioso, que ha ido socavando su solidez. Especi-
ficamente, a raíz de la explosión de la deuda mu-
chos intermediarios financieros se han encontrado
con un número cada vez mayor de clientes en seve-
ras dificultades financieras, que han ido en aumento,
cómo ahora puede apreciarse, hasta llegar a la
insolvencia. En definitiva, el sistema financiero en
su conjunto, y las instituciones que lo componen,
tados Unidos, al invocando el crecimiento, también ha reducido la capacidad del país de servir una deuda sustancialmente más cuantiosa. Cuando grandes déficits tienden a mantener altas las tasas de interés, la compresión potencial se intensifica.

- Existe el claro peligro de que el proceso natural de autosancamiento consistente en abandonar las prácticas de préstamo demasiado energéticas, en Estados Unidos y en otros países, se desborde en una retirada mutuamente destructiva de los prudentes otorgamientos de crédito. Tal es la clase de comportamiento potencialmente contagioso que podría convertir un estancamiento en una moderada recesión en dificultades mucho más serias.

El problema de la volatilidad

- Los mencionados riesgos se entrelazan con otra importante área de preocupación para la banca central: la extrema volatilidad de las tasas de interés y, más aún, de los tipos de cambio. Creo que los daños efectivos de ese fenómeno sobre la inversión internacional, el comercio externo y, en última instancia, la productividad han sido significativos.

- Estoy percatado de que los investigadores económicos no han alcanzado todavía un consenso sobre este punto. Asimismo comprendo que, en la práctica, las alteraciones de los tipos de cambio inducidas por modificaciones de la política monetaria pueden ser el filo cortante de esa política. No obstante, hay amplios motivos de preocupación.

- Conocidas nos son las fuertes presiones de los agentes políticos y económicos por la sensación de falta de equidad y de incertidumbre que entran en juego. Los extremos elevan fluctuaciones de los tipos de cambio. Podemos ver que los exagerados y especulativos movimientos cambiarios distan de guardar congruencia con las correspondientes alteraciones de las circunstancias competitivas. Con toda probabilidad, cualquier evidente beneficio para la política monetaria de un país determinado en un particular momento irá en perjuicio de los intereses de otros.

Convicciones esenciales

- Conviene señalar que hay algunos (entre ellos, quienes tienen deudas en exceso) que no acogerían con agrado la elección de un filo cortante de ese tipo.

Como enfrentar la inflación

- Ciertamente, nuestra experiencia colectiva hace firmemente hincapié en la importancia de aproximar la inflación en una etapa temprana, antes de que asuma impetu propio y sus efectos se arraiguen profundamente en las expectativas.

- Lo que en Estados Unidos descubrimos en los años ochenta, y otros países han descubierto antes y después, es que en cierto punto del proceso inflacionario, la opinión pública respalda vigorosamente políticas para restaurar la estabilidad, aun cuando tales políticas parezcan entrañar un duro costo a corto plazo. Lo que sigue es que, al entendiéndose bien es que la mejor solución se conseguiría si se abordara la amenaza inflacionaria en una etapa temprana, antes de que el público esté plenamente alarmado, y que la tardanza en actuar sólo propiciará mayores dificultades.

- Estoy convencido de que la repetida dificultad de proceder antes de que la inflación cobre impetu podría aminorarse si los estatutos de la banca central, tanto en Estados Unidos como en otros países, enunciasen más explícitamente que el principal y continuo propósito de la política monetaria debe ser el logro de la estabilidad de precios. Con esto se seguiría una pauta que ya rige en Alemania.

- Sin duda alguna, el modelo y la intensidad con que se persiga este fin en un momento dado deben ajustarse a las circunstancias reales. Por eso no tengo mucha fe en la fijación de objetivos específicos para reducir la inflación en una falsa precisión que, en muchos casos, podrían ser bien mejor ser vistas más bien como señales que robustecería la credibilidad. Empero, la experiencia que los años recientes indica que las vacas recomendaciones de que una autoridad monetaria lo sea todo para todos (para el crecimiento, para el pleno empleo y para la estabilidad) corren el riesgo de sembrar confusión y errores de juicio sobre lo que un banco central puede y realmente debe hacer.

- A este respecto, lo que importa más que cuál sea la correcta formulación de las palabras es la pauta de las reacciones de la banca central durante cierto periodo ante una variedad de circunstancias. Es la que, en una palabra, define el ambiente en el que se transigen.

- Sé que hay algunos (entre ellos, quienes tienen deudas en exceso) que no acogerían con desagrado una "pequeña inflación" para resolver sus dificultades. Pero, es más que obvio que en el instrumental de las financieras, de cualquier tipo, debe ser usado con extremado cuidado.

Yo pongo en duda la premisa que fundamenta esos criterios: A no dudarlo, al calibrar su posición electoral en una economía ya en estancamiento, un banco central habrá de considerar si tender a contraer los préstamos no equivaldrá a ejercer una
indebida influencia restrictiva sobre la economía. Pero, con toda seguridad, un intento de validar imprudentes prácticas de préstamo mediante una excesiva expansión monetaria, aunque aparentemente tenga buena resultando a corto plazo, no ha de tardar en generar más excesos. En las circunstancias prevalecientes en Estados Unidos, la sensación de que el proceso inflacionario debe tolerarse, e incluso favorecerse y alentarse, con toda verosimilitud impulsaría al alza las tasas de interés de largo plazo y abatiría el valor del dólar, lo que potencialmente habría de agravar las dificultades del sistema financiero. Muchas más constructivas serían, en ese país, que las constricciones, en la medida en que se relacionen con las tasas de interés, se alivian, afrontando directa y efectivamente el déficit presupuestario, en vez de arriesgarse a una mayor inflación.

El banco central y el sistema financiero

Lo que me parece indisculpable, dada la situación actual, es el nexo existente entre la política monetaria y la estructura y condición del sistema bancario y financiero. Las influencias recíprocas y la interdependencia militar, fuertemente en favor de que los bancos centrales tengan voz y autoridad vigorosas en materia de regulación y delsupervisión. Esa conclusión, por lo que respecta a Estados Unidos, está robustecida por el hecho de que su banco central es el natural y más vigoroso punto de contacto con los bancos centrales extranjeros, que en sus respectivos países usualmente ejercen la totalidad o la mayor parte de esas responsabilidades supervisoras.

No voy a negar que existen otros legítimos intereses públicos en la política reguladora, particularmente en materia de manejo de las finanzas. Hay modo y manera de lograr una variedad de puntos de vista. Pero yo insisto en que, ni la política monetaria ni el sistema financiero saldrán ganando si un banco central pierde interés, o influencia, en la estructura y el desempeño del sistema financiero.

El claro reto para los bancos centrales y sus colegas encargados del proceso regulatorio, en los años inmediatamente venideros, será robustecer la confianza en la estructura bancaria, a la vez que se aporta del exceso recurso a la urbe oficial. En ninguna parte es tal esfuerzo de importancia más crucial que en Estados Unidos. Emprego, hay suficientes pruebas de la existencia de problemas semejantes en otros lugares para evidenciar: que esos problemas son transnacionales. Hay ahora, y seguirá habiendo, una apremiante necesidad de coordinar enfoques que se refuerzan mutuamente.

A mí entendi, hay demasiado "etiquetazo" en esta área: desregulación frente a nueva regulación, disciplina de mercado frente a protección gubernamental, etc. El hecho es que no podemos volver atrás y, adoptar de, nueva cuenta la segmentación y los tope máximos al crédito o a las tasas de interés; el enorme potencial de la tecnología moderna no lo permitirá. Tampoco podemos responsablemente afrontar el riesgo de "desconectar", el seguro de depósito, reduciendo, repentáneamente su alcance o, encareciendo su costo; hasta, tal punto, que las empresas, aseguradas, no puedan, recobrar su poder competitivo.

Es también un hecho que proseguir con la desregulación resultará ventajoso, cuando ello contribuya a fortalecer el poder competitivo y la estabilidad de las instituciones de depósito. En lo tocante a Estados Unidos, hace tiempo que ha llegado el momento de abolir las artificiales fronteras geográficas para las actividades bancarias, con lo que se fomentaría una mayor diversificación de las instituciones, incluyendo aquellas que cuentan con una base firme para operar en escala mundial. Será más justificable, permitir a nuestros bancos de inversión participar en una mayor variedad de servicios financieros, donde los riesgos sean limitados o manejables.

Al mismo tiempo, debemos reconocer que hay áreas inadecuadas para la actividad bancaria (y, por ende, para el apoyo de la red de seguridad), debido a la existencia de riesgos y conflictos de intereses. Un buen ejemplo es la clase de participación en el desarrollo inmobiliario que, fruto de grandes ahorros, están en manos de los bancos a nivel mundial.

En Estados Unidos, esas cuestiones estructurales constituyen una materia jurídica, pero a las autoridades reguladoras les queda todavía mucho por hacer: dentro de su propia jurisdicción, Básicamente, se requiere un delgado juego de equilibrio, para hacer frente a los evidentes riesgos y excesos. Bien pueden presentarse circunstancias en que podría ser necesario justificable el apoyo oficial para prevenir la quiebra, en vez de pagar los platos rotos después. Pero, tal enfoque tendría, que complementarse, estimulando a los propios bancos a, realizar nuevos esfuerzos para reforzar su capital, y, de set ello necesario, emprendiendo una severa acción disciplinaria en materia de laxitud en las prácticas de préstamo y conflictos de intereses.

Algunas de las medidas mencionadas pueden requerir una nueva legislación. Lo que es indudable es que requerirán la intervención de supervisores inteligentes y competentes, capaces de percibir las realidades competitivas y, los peligros, de una reacción excesiva; por una parte, pero, también la necesidad de disciplina, por la otra.

Una de las realidades competitivas y comerciales, en los años venideros, es que, para resolver los puntos de tensión, habrá que conocer mejor algunas instituciones financieras no bancarias, y someterlas a cierto grado de supervisión. Se necesitará asimismo, cada vez más, un enfoque internacional.

Boletín del CEMLA, ene-feb, 1991
Lo anterior es demostrablemente cierto en lo que se refiere al capital. En casos de urgencia, puede ser de importancia crucial comprender claramente cuál debe ser la apropiada asignación de responsabilidades oficiales, para las instituciones que operan internacionalmente. En todas estas áreas, será importante contar, con un entorno de intercambio de información, en un marco de mutua confianza.

“Independencia” de la banca central

Creo que un corolario lógico de los puntos tratados es que, para ser efectiva, la banca central debe ser fuerte, gozar de un grado sustancial de autonomía en sus operaciones y estar aislada de presiones políticas partidistas y transitorias.

Ardiente defensor como soy de la independencia de los bancos centrales, dentro del aparato gubernamental, espero no ser mal interpretado si, también hago hincapié en que la capacidad de formular juicios independientes sobre la política monetaria no tiene por qué implicar el aislamiento.

En el sentido más lato, un banco central que opere en una sociedad democrática abierta, tendrá que desarrollar y sustentar sus políticas fundamentales dentro de un dilatado orden de comprensión y aceptabilidad públicas. Pero hay asimismo consideraciones mucho más específicas.

Inevitablemente, los poderes y las responsabilidades de un banco central se entrecruzan con los de las principales autoridades políticas. Históricamente, el punto de intersección, más importante (y el principal argumento en favor de la independencia del banco central) ha sido, el financiamiento del gobierno. El debate presupuestario que en estos momentos se está llevando a cabo en Washington, demuestra claramente que lo que está en juego va mucho más allá de simplemente saber si el gobierno vende o no vende directamente valores al banco central.

Mirando hacia el futuro, el área de la política cambiaria puede resultar, igualmente, crucial. Los gobiernos no dejarán en manos de los bancos centrales la delantera en aquellos momentos en que la confianza se traduzca en poder. En la práctica, no pueden hacerlo las decisiones acerca de los apropiados regímenes cambiarios o, pasados ciertos límites, los niveles efectivos del tipo de cambio. Al mismo tiempo, la conducción de la política monetaria influencia inevitablemente los mercados cambiarios, y, si se fija el tipo de cambio, tal influencia debe orientarse necesariamente al mantenimiento de otros límites de fluctuación. En caso extremo, un tipo de cambio rigamente fijado es claro que ha de implicar pérdida de autonomía de la política monetaria.

Ese proceso está operando actualmente en el Sistema Monetario Europeo. En el punto límite, cuando se logre crear una moneda común, los diferentes bancos centrales nacionales verán su identidad individual sumergida en una institución que abarque toda la Comunidad Europea.

Una visión del futuro

Yo podría soñar en un día en que finalmente triunfe la banca central, o sea cuando los bancos centrales tengan tanto éxito en establecer y mantener la estabilidad financiera y de precios que las monedas sean libremente intercambiables a tipos de cambio estables. Entonces, como en la Europa de hoy, podríamos discutir la fusión de las autoridades monetarias independientes en un banco central colectivo destinado a preservar e institucionalizar una moneda común estable.

Ese sueño no se realizará en vida mía, ni en la de quienes me están escuchando. Pero sí creo que en el futuro los bancos centrales, en colaboración con sus colegas de los ministerios de finanzas, tendrán que dar mayor prioridad a la necesidad de que haya más estabilidad cambiaria.

La experiencia de los años recientes nos ha recordado los obstáculos y dificultades que implican tales esfuerzos. Pero, también, me parece que los conceptos en que he hecho hincapié hoy (la necesidad de mantener el progreso hacia la estabilidad de precios y la pujanza financiera, en todos nuestros países), deben ser, la piedra angular de esa labor de más amplias proporciones.