



◆ ¿Hay futuro para las políticas macroprudenciales?*

El sistema financiero es interconectado y se comporta de manera procíclica, al tiempo que el crédito y los precios de los activos tienden a reforzarse mutuamente. Para contrarrestar los efectos y riesgos financieros sistémicos que se pueden derivar de esta situación, las políticas macroeconómicas convencionales (o microprudenciales) pueden ser insuficientes. Esta condición no cambiará en el futuro previsible, por lo cual el uso de instrumentos prudenciales para limitar riesgos sistémicos seguirá siendo parte del conjunto de herramientas de la política pública.

Para ofrecer una respuesta más precisa a la pregunta planteada en el título de esta nota: no hay un solo futuro para las políticas macroprudenciales (PMP), sino muchos.

La razón de esta respuesta es que las PMP son necesariamente específicas a las circunstancias y metas de cada país. Esta particularidad tiene que ver con varios factores, de los cuales solo se desarrollarán tres de ellos: i) la diversidad de arreglos institucionales, ii) la diversidad de estados de desarrollo y “visiones” sobre el sistema financiero, y iii) la diversidad del tamaño y la complejidad de las economías.

◆ I. Diversidad de arreglos institucionales

Los arreglos institucionales difieren entre países, y las PMP son solo una parte de un marco más amplio de políticas que buscan promover la estabilidad financiera. El proceso de toma de decisiones de PMP incluye identificar la existencia de riesgo sistémico, seleccionar los instrumentos prudenciales específicos e implementar políticas. Este proceso depende, en parte, de si la regulación y la supervisión financieras están concentradas en una institución o repartidas entre varias agencias del Estado.

* Notas preparatorias para la sesión “Futuro de las políticas macroprudenciales” en la *Conferencia sobre políticas macroprudenciales*, organizada por el Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (Cemla), el Banco Mundial y el Banco de Italia. México, D. F., junio de 2013.

Por tanto, el marco futuro de las PMP dependerá del estado y la evolución de los arreglos institucionales. La conveniencia de concentrar estas políticas en una sola agencia, por ejemplo el banco central, aún no es clara.

Tanto los esquemas centralizados como los descentralizados tienen ventajas y desventajas en términos de la solución de disyuntivas de política, agilidad u oportunidad en la toma de decisiones, aspectos de economía política, flexibilidad en la cobertura institucional de las PMP y otros. Incluso si se concluyera que uno de los esquemas es superior, los cambios resultantes posiblemente requerirían reformas legales o constitucionales, cuyos riesgos de economía política son específicos a cada país.

La alternativa de concentrar grandes poderes discrecionales en una agencia del Estado es atractiva si consideramos las ventajas derivadas de la agilidad en la toma de decisiones, así como de la facilidad para ampliar el perímetro regulatorio, según las condiciones del mercado. Este esquema probablemente funciona mejor en países caracterizados por su fortaleza institucional y eficacia en el funcionamiento del sistema de pesos y contrapesos de poder.

Sin embargo, en países en los cuales las instituciones estatales son débiles y sujetas a fuertes presiones políticas o sectoriales, este arreglo puede ser peligroso. Si la entidad que concentra poderes es el banco central, podría inclusive comprometer la calidad de la política monetaria. En estos casos, resulta preferible un esquema que contemple: un nivel de dispersión de poderes entre agencias responsables de la estabilidad financiera; la independencia de los entes más relevantes, como el banco central y el supervisor financiero; la prevalencia de las PMP basadas en reglas, y la conformación de un cuerpo de coordinación de las PMP donde se definan con claridad las responsabilidades y la forma de actuar de cada una de las instituciones que hacen parte de la red de estabilidad financiera.

La independencia del supervisor financiero y del banco central frente al sistema político y frente a intereses sectoriales es de particular importancia para formular PMP. Ya que es imposible basar todo un marco de PMP en reglas, un espacio amplio para la flexibilidad y la discreción siempre es necesario, especialmente en un ámbito tan dinámico como el financiero. Sin embargo, la discreción es mejor ejercida desde entes autónomos. Horizontes largos, objetivos claros y menor sensibilidad al cabildeo político y sectorial permiten que estas agencias tomen de manera oportuna decisiones impopulares en el corto plazo, pero que generan beneficios en horizontes de tiempo mayor, moderando así el denominado “sesgo a la inacción” (*inaction bias*).

Las implicaciones de las diferencias institucionales van más allá de la organización del marco de PMP. El tipo de políticas disponibles depende de las especificidades de la estructura institucional de cada país. Por ejemplo, en ciertas economías la política fiscal es lo suficientemente flexible como para ajustar con rapidez las tasas de ciertos impuestos como respuesta al comportamiento de los flujos financieros. En otros, tal flexibilidad es impensable, dados los procedimientos legislativos existentes.

Asimismo, distintos marcos legales o diferentes estados de desarrollo institucional determinan variaciones en la información disponible para generar una respuesta de PMP. Por ejemplo, la riqueza de información en las centrales de riesgo, oficinas de registro o en la administración tributaria puede permitir un monitoreo más preciso del apalancamiento del sector privado, los precios de los activos y la asignación del crédito nuevo. Esto posibilita respuestas de PMP más finas en términos de tiempos y medidas, así como errores menos frecuentes.

En resumen, en el futuro seguiremos viendo diversos marcos y usos de las PMP, dependiendo del estado y el progreso de las instituciones de los países.

◆ II. Diversidad de estados de desarrollo y “visiones” sobre el sistema financiero

Las diferencias en el nivel de profundización y sofisticación financiera de las economías son importantes para las PMP en dos aspectos clave:

- La necesidad y la efectividad de las PMP
- Los detonantes y tiempos de una respuesta de PMP

Las diferencias en los grados de desarrollo financiero determinan la respuesta de la economía ante choques exógenos, internos y externos. Economías grandes y complejas con sistemas financieros profundos y sofisticados pueden tener mayor capacidad de absorción de dichos choques sin generar una volatilidad muy grande de los agregados macroeconómicos y financieros. Por ende, en estas economías las PMP serán menos necesarias para enfrentar este tipo de choques, y a su vez serán menos efectivas en la medida en que hay más posibilidades de eludirlas. En consecuencia, el uso de instrumentos macroprudenciales será menos frecuente en estos países y probablemente estos irán dirigidos a reducir los riesgos asociados con la naturaleza procíclica del sistema financiero y con el reforzamiento “natural” entre precios de activos y crédito.

El grado de desarrollo financiero también determina los instrumentos prudenciales por emplear. Por ejemplo, los encajes constituyen instrumentos de política más útiles en sistemas financieros basados en entidades depositarias. Como consecuencia, a medida que el sistema financiero se desarrolla, es posible que se requiera ampliar el perímetro regulatorio y la sofisticación de la regulación. Por ejemplo, en Colombia y otros países se debe avanzar en la comprensión, regulación y supervisión de los conglomerados financieros y los intermediarios no bancarios.

En economías con sistemas financieros simples los detonantes de una respuesta de PMP pueden ser movimientos de variables sencillas, fácilmente observables. Por ejemplo, en un sistema financiero constituido por bancos fondeados en su mayoría con depósitos no institucionales, el crecimiento del crédito bancario puede ser un indicador suficiente del apalancamiento de firmas y hogares y, por tanto, de los riesgos sistémicos. Probablemente la PMP responderá a este indicador con medidas encaminadas a contenerlo.

Es diferente el caso de sistemas financieros más complejos, en los cuales el crecimiento del activo bancario no necesariamente coincide con el del pasivo del sector privado, o en los cuales las características de los instrumentos activos y pasivos utilizados por los intermediarios son fundamentales para determinar el riesgo sistémico. En este caso, una respuesta de PMP implica reacciones a distintas variables con diferentes medidas que afectan a diversos agentes.

Lo anterior implica un uso más selectivo y por períodos más cortos de PMP en sistemas financieros complejos. Esto difiere de lo que ocurre en las economías con sistemas financieros simples, donde la efectividad de las medidas de PMP puede persistir por más tiempo, ya que no existen instrumentos ni vehículos que faciliten su elusión.

En un nivel más general, es previsible que persista la diversidad de usos y marcos de PMP en el futuro, en tanto los países resuelvan de formas distintas el dilema entre estabilidad y profundización financiera.

Dado el costo de una reacción tardía ante una situación de elevado riesgo (“error tipo I”), algunos países optarán por contener sistemáticamente presuntos excesos; al hacer esto introducirán costos de eficiencia o desintermediación en casos de progreso financiero sostenible (“error tipo II”). Otros países privilegiarán la innovación financiera, especialmente si el sistema financiero y el mercado de capitales hacen parte de sus sectores líderes.

Esta diferencia es evidente en los enfoques regulatorios de varios países. En Colombia, por ejemplo, los intermediarios financieros solo pueden desarrollar los productos y actividades expresamente permitidos por el regulador. En otros países, los intermediarios pueden desarrollar todo aquello que la regulación no prohíba. Los efectos de esta diferencia de enfoque sobre el ritmo de innovación financiera y la generación de riesgos sistémicos son claros.

◆ III. Diversidad en tamaño y complejidad de las economías

Las PMP se encuentran en un punto intermedio entre la política monetaria, con sus objetivos de estabilidad de precios y suavización del ciclo económico, y las políticas microprudenciales, de manejo de los riesgos financieros individuales o idiosincrásicos. Por tanto, podemos esperar que las PMP interactúen y generen sinergias o conflictos con la política monetaria. En particular, las diferencias en el tamaño y la complejidad de las economías inciden en la interacción de la política monetaria con la PMP y, por consiguiente, seguirán siendo un factor determinante de la diversidad de usos y marcos de PMP en el futuro.

En economías pequeñas y abiertas choques externos (como mayores ingresos de exportaciones o grandes entradas de capitales) pueden generar de manera simultánea expansiones fuertes del apalancamiento de los residentes, descalces cambiarios y de plazo, y una apreciación de la moneda que lleve a la inflación por debajo de la meta de las autoridades. En estas condiciones la respuesta debe ser relajar la política monetaria para estabilizar la inflación, lo cual puede exacerbar los riesgos de inestabilidad financiera. Por ende, las PMP tendrán que emplearse con frecuencia.

En contraste, en una economía más compleja donde los sectores no transables tengan más importancia y la estructura productiva sea más sofisticada, el mismo choque puede generar presiones inflacionarias por la vía de aumentos del gasto agregado. En este caso, la respuesta de política monetaria contribuye a mitigar los riesgos de inestabilidad financiera y la PMP ayuda a contener las presiones inflacionarias. En consecuencia, la aplicación de PMP puede ser menos frecuente porque la política monetaria es suficiente.

Los cambios en la estructura económica de los países ocurren lentamente en relación con sus ciclos financieros y económicos. En este sentido, las diferencias en la estructura económica seguirán siendo un determinante fundamental de la diversidad de frecuencia, instrumentos y efectos de las PMP entre países.

◆ IV. Conclusión

Las diversidades de arreglos institucionales, de estados de desarrollo y “visiones” sobre el sistema financiero, y de tamaño y complejidad de las economías son determinantes para el empleo y la vigencia de las PMP; en ese sentido, estas condiciones determinarán las circunstancias en las cuales los países podrán recurrir a las PMP en el futuro. 📖

◆ José Darío Uribe Escobar ◆
Gerente general*

* Las opiniones expresadas en esta Nota Editorial son de exclusiva responsabilidad del Gerente General y no comprometen a la Junta Directiva del Banco de la República.