

Aclaración

Revista del Banco de la República
Octubre de 2011 (núm. 1008, vol. LXXXIV)

Nota editorial:

Las políticas macroprudenciales y la credibilidad de la política monetaria: el caso colombiano

Por confusión en la traducción de la palabra *oversight*, se hace la presente aclaración al lector.

En la jerga técnica la palabra *oversight* corresponde en español a “seguimiento”, y no a “supervisión”, como se anotó en la publicación; por tal motivo los siguientes párrafos deberán leerse como sigue:

Página 9:

Cuarto principio: promover el funcionamiento seguro y eficiente de los sistemas de pago, así como mejorar el seguimiento a las instituciones e infraestructuras financieras. El Banco de la República ha implementado varias dinámicas funcionales que promueven los pagos tempranos, optimizan la gestión de la liquidez y proporcionan un acceso adecuado a las facilidades de liquidez diaria del banco central.

Página 12:

Asimismo, su participación en el desarrollo y [el seguimiento](#) de las infraestructuras financieras y su función como proveedor de facilidades de liquidez (repos, OMA y prestamista de última instancia) lo convierten en un elemento central en la red de la estabilidad financiera.

NOTA EDITORIAL

LAS POLÍTICAS MACROPRUDENCIALES Y LA CREDIBILIDAD EN LA POLÍTICA MONETARIA: EL CASO COLOMBIANO*

El conjunto de herramientas de políticas macroprudenciales debe ser parte integral de la estrategia general de un banco central. Esto debe comprender el control de la inflación y la estabilidad del producto, así como el monitoreo de los sistemas de pago, utilizando como instrumentos de política las tasas de interés de corto plazo, la intervención cambiaria, otras formas de gestión de la liquidez a diferentes plazos, las facilidades ofrecidas como prestamista de última instancia y la reglamentación de medidas tales como los encajes y los límites a la posición propia (neta) de los intermediarios financieros.

Incluir la estabilidad de los sistemas de pago y la sostenibilidad del producto, más allá del período habitual de uno a tres años, dentro de los objetivos de política del banco central, garantiza una contribución a la estabilidad financiera como un todo. Mantener la estabilidad de los sistemas de pago implica que haya un funcionamiento adecuado de las facilidades de liquidez

* Con base en las notas del Gerente General en la conferencia de alto nivel sobre “Políticas macroprudenciales para alcanzar la estabilidad financiera”, organizada por el Banco central de Uruguay y el FMI.

ordinaria (p. e.: repo, OMA) y de aquellas asociadas con la labor de prestamista de última instancia, así como un marco de supervisión y regulación que tenga en cuenta el grado de importancia de interconectividad sistémica de los participantes en los mercados financieros. Procurar la estabilidad del producto en horizontes largos de tiempo implica tener que vigilar el comportamiento de las variables financieras globales, teniendo especial cuidado con aquellas que puedan enviar señales de acumulación de desequilibrios asociados con expansiones y auges persistentes. En algunas ocasiones la prevención de esos ciclos de excesos de producción podrá requerir la adopción de paquetes de política que contengan algunos de los instrumentos ya mencionados.

En general, hay coherencia entre las acciones de política necesarias para garantizar la estabilidad financiera y la de los precios, ejecutadas por un banco central. Las grandes expansiones del crédito y de los procesos de apalancamiento, así como los descalces financieros, suelen ocurrir al tiempo que se expande la demanda agregada y se observan presiones inflacionarias, y viceversa. Así, los episodios que llevan a que se presenten conflictos entre los objetivos financieros y de estabilidad de precios de un banco central no son comunes, y las medidas relacionadas con la estabilidad financiera normalmente no suponen un riesgo para la credibilidad en la meta de inflación.

No obstante, en ocasiones las acciones de política necesarias para preservar la estabilidad financiera pueden no ser compatibles con aquellas orientadas a lograr la estabilidad de precios. Cuando ello ocurre, puede haber riesgos para la credibilidad en la meta de inflación. Esto puede suceder antes o durante un período de estrés financiero y puede conducir a lo que se ha denominado el "dominio financiero" de la política monetaria (Hannoun, 2012). Antes de un episodio de estrés financiero es posible que agregados financieros muestren una creciente probabilidad de evolucionar hacia grandes desequilibrios en el futuro, mientras que factores macroeconómicos (como choques de oferta o movimientos de tipo de cambio) conduzcan a una situación donde la inflación se sitúe por debajo de su meta. En estas circunstancias, las medidas para limitar el crédito pueden contrarrestar el cumplimiento de la meta de inflación, mientras que las medidas para estimular el gasto (por ejemplo, disminuciones de las tasas de interés) pueden alimentar un mayor crecimiento del crédito.

Durante momentos de estrés financiero la necesidad de proporcionar liquidez durante períodos prolongados y apoyar la oferta de crédito en la economía puede obstaculizar la capacidad del banco central para hacer frente a las presiones inflacionarias derivadas de choques de oferta o de factores externos. Una vez más, durante los tiempos de estrés financiero las reducciones en la oferta de crédito y una mayor aversión al riesgo son normalmente asociadas con bajas presiones de demanda. Sin embargo, pueden registrarse choques o impulsos a esta demanda, que resultan de mejoras en los términos de intercambio externos, las cuales eventualmente pongan en peligro la posibilidad de alcanzar la meta de inflación, creando un dilema de política del banco central, lo que afectaría de manera negativa la credibilidad en la política monetaria.

El diseño del marco de política del banco central podría reducir significativamente la probabilidad y la gravedad de estos dilemas de política; para ello es necesario seguir algunos principios claves en el diseño de dicho esquema.

Primer principio: evitar una política monetaria procíclica. La mejor manera de que un banco central pueda reducir el riesgo sistémico es evitando crear o reforzar las condiciones en las cuales se acumulan los desequilibrios financieros. Una meta de inflación pública clara y un compromiso con un considerable grado de flexibilidad de la tasa de cambio son esenciales, pues permiten a la autoridad monetaria contener la demanda agregada en un entorno externo favorable y, sobre todo, evitan la creación procíclica de crédito, que caracteriza a los regímenes de tipo de cambio semifijo tipo *crawling-peg*. Ante una situación de deterioro de las condiciones externas, la política monetaria puede ser contracíclica y el crédito no tiene por qué contraerse. Desde esta perspectiva, se puede afirmar que la tasa de interés es el instrumento principal de una política macroprudencial.

Además, la flexibilidad cambiaria minimiza la aparición de los descalces de la moneda. La volatilidad de la tasa de cambio desalienta el endeudamiento externo de agentes públicos y privados que poseen activos y perciben ingresos en moneda local. Esto refuerza la estabilidad financiera al limitar los efectos negativos de la depreciación en los balances de las empresas nacionales y los hogares. Por tanto, se reduce el riesgo de dominio financiero y se conserva mejor la credibilidad en la meta de inflación.

Curiosamente, esto también aumenta la capacidad del banco central para mantener la flexibilidad cambiaria y seguir una política contracíclica, ya que el temor a las repercusiones negativas de una depreciación disminuye (círculo virtuoso). Una consecuencia similar se desprende de alcanzar la meta de inflación sistemáticamente. La credibilidad de estos hechos limita el efecto de la depreciación sobre las expectativas de inflación, reforzando así, a su vez, la capacidad de la autoridad monetaria para continuar manteniendo la flexibilidad del tipo de cambio.

Segundo principio: de todos modos, hay que tener cuidado con el exceso de apalancamiento. Incluso en las economías con tipo de cambio flexible la abundancia de liquidez en los mercados internacionales o la reducción en la aversión al riesgo global puede inducir a una mayor demanda de activos financieros locales, lo cual incentiva el apalancamiento de los residentes. Al tiempo, la necesidad de incrementar la tasa de interés puede ser contrarrestada por la apreciación de la moneda local y su efecto sobre los precios internos. En esta situación, cuando el crecimiento del crédito y el gasto excede su senda sostenible estimada, puede ser necesario complementar el instrumento de la tasa de interés con otras medidas macroprudenciales. Por ejemplo, el sistema financiero colombiano en los años 2006 y 2007 cambió bruscamente su cartera (que estaba integrada en especial por bonos del Gobierno), al decidir otorgar créditos de consumo y a las empresas. Como resultado, las tasas de crecimiento real del crédito alcanzaron un 32% y se retrasó el proceso de transmisión de las alzas en las tasas de interés de política a las tasas de interés de los créditos. Esto puso en peligro tanto el control de los precios como la estabilidad financiera; en consecuencia, fue necesario imponer encajes marginales sobre los depósitos internos y requisitos de encaje no remunerado al endeudamiento externo con el fin de frenar el crecimiento de la deuda en moneda local y extranjera y acelerar la transmisión de los aumentos de la tasa de interés de intervención sobre el resto de tasas de interés del sistema.

Tercer principio: tener una vista panorámica de la economía y del sistema financiero para identificar el riesgo sistémico. Esto incluye identificar, evaluar y clasificar los riesgos sistémicos más importantes. Además, varios estudios han mostrado que el comportamiento de las variables de crédito y los precios de los activos pueden utilizarse como señales de la creación de desequilibrios financieros (Borio, Drehmann y Tsatsarionis, 2011). Para

las economías emergentes Tenjo y López (2010) muestran que observar los flujos de capital proporciona información valiosa adicional para la construcción de los primeros modelos de alerta temprana sobre el riesgo sistémico del sector financiero. En consecuencia, el Banco de la República tiene una agenda de investigación permanente, comprometida con la identificación temprana de la senda de crédito insostenible y aumentos de precios de activos, además de incluir a la intermediación financiera en los análisis macroeconómicos y en los modelos de proyección.

Además, los bancos centrales pueden aprovechar la información que tengan como administradores de infraestructuras financieras claves, tales como el sistema de pagos de alto valor y el depositario denominado central de valores. La reciente crisis financiera reveló la urgencia de aprovechar fuentes no tradicionales y el desarrollo de nuevos métodos de análisis. La información tradicional basada en datos de los balances ha demostrado ser fragmentaria y sin mucha comparabilidad (Banco de Pagos Internacionales, 2011), lo cual ha llevado a que se centre la atención en las infraestructuras financieras y otras fuentes adicionales de información (Uribe, 2011). Para aprovechar esto es necesario también desarrollar nuevos enfoques de análisis. Varios autores han señalado la conveniencia de aplicar metodologías capaces de capturar la complejidad inherente a los sistemas financieros, donde el reciente desarrollo de análisis de redes se erige como una alternativa prometedora (Banco Central Europeo, 2010; Tumpel-Gugerell, 2009; Haldane, 2009; Garratt *et al.*, 2011). Cabe resaltar que el Banco de la República ha comenzado a utilizar estos enfoques (León *et al.*, 2011; León y Machado, 2011; Cepeda, 2008).

Cuarto principio: promover el funcionamiento seguro y eficiente de los sistemas de pago, así como mejorar la supervisión de las instituciones financieras y sus infraestructuras. El Banco de la República ha implementado varias dinámicas funcionales que promueven los pagos tempranos, optimizan la gestión de la liquidez y proporcionan un acceso adecuado a las facilidades de liquidez diaria del banco central. Además, en 2007 se creó la cámara de compensación en moneda extranjera local, lo cual permite el intercambio-valor de dólares por pesos colombianos. Esta última plataforma desempeñó un papel clave en la suave navegación de nuestros intermediarios del mercado en moneda extranjera en las turbulentas aguas de la crisis internacional. Además, como en el tercer principio, la teoría

de redes y los métodos de simulación y escenarios de pagos diarios están siendo utilizados en el Banco de la República para identificar a las instituciones financieras sistémicamente importantes en el mercado local (León y Machado, 2011; León *et al.*, 2011), además de analizar las fuentes de liquidez diaria (Bernal *et al.*, 2011; León y Machado, 2011).

Quinto principio: tener los instrumentos adecuados y las facilidades para ofrecer el apoyo de liquidez durante los períodos de estrés financiero. Esto incluye facilidades de otorgamiento de liquidez de emergencia y ordinarias (con un rango amplio de posibilidades de garantías) para enfrentar un choque de liquidez tanto en moneda nacional como extranjera. La existencia de estas facilidades es crucial para enfrentar el contagio de una situación negativa a otros subsectores del sistema financiero, de la misma forma que una corrida bancaria pueda contenerse con una ventanilla de recursos dispuesta por el banco central en su función de prestamista de última instancia. Adicionalmente a dichas facilidades, el contar con un colchón importante de reservas internacionales o el acceso a una fuente de liquidez internacional (como el Fondo Monetario Internacional, mediante una línea de crédito flexible como la que suscribió Colombia) es clave para manejar los choques externos sin que se produzca contagio, y mitigar su intensidad. En ausencia de estos mecanismos, la severidad de la crisis en un período de estrés financiero será mayor y también lo será el riesgo de un dominio financiero de la política monetaria.

Sexto principio: contrarrestar el riesgo moral que surge de la expectativa de posibilidad de un rescate o una provisión de liquidez ilimitada. Aunque las facilidades de crédito en relación con la función de prestamista de última instancia pueden establecerse solo para instituciones solventes, que además contengan restricciones en las garantías y tasas de interés punitivas por incumplimiento, el riesgo moral todavía puede ser una importante fuente de preocupación. Como muestra la experiencia reciente en las economías avanzadas, la credibilidad de un compromiso de no rescate, percibida por las instituciones y los mercados, puede tender a ser muy baja, y esto conduce a un problema de riesgo moral. Por tanto, es necesario diseñar una reglamentación adecuada para limitar la toma de riesgos excesivos *ex ante* por parte de los intermediarios financieros. Se debe evaluar la contribución de cada institución al riesgo sistémico (parte del cuarto principio), de tal manera que este ejercicio sirva para crear los

incentivos adecuados para instituciones que son preocupantes por el riesgo que suponen para el sistema financiero, buscando así evitar el riesgo moral. En este aspecto, varias propuestas han surgido, incluidos los impuestos al capital de aquellas instituciones que puedan tener un impacto por su grado de interconexión con el resto del sistema financiero (Chan-Lau, 2010), así como la creación de un seguro de riesgo de liquidez sistémica (FMI, 2010), instrumentos que deberían ser más explorados porque pueden cumplir el papel de inducir a las instituciones a hacer ajustes internos y asumir los costos asociados con su contribución al riesgo sistémico.

Séptimo principio: los encajes son instrumentos útiles para enfrentar el riesgo moral. De la misma manera, la garantía de liquidez externa percibida, cuando existe un gran colchón de reservas internacionales, requiere una reglamentación que limite el tamaño de los descaldes de monedas de los bancos comerciales. Por ejemplo, además de los límites comunes de la posición neta de activos extranjeros de los intermediarios financieros, en Colombia se impone una restricción con respecto a la incompatibilidad de los períodos de vencimiento de activos y pasivos en moneda extranjera; es decir, cualquier activo extranjero debe financiarse mediante una responsabilidad en la misma moneda y con vencimiento mayor o igual que la de los activos. Además, hay límites sobre las posiciones propias de los bancos con el fin de mitigar el riesgo de contraparte en las operaciones de derivados en moneda extranjera. Una regulación inadecuada del problema de riesgo moral podría crear las condiciones para futuros estrés y escenarios de dominio financiero de la política monetaria.

Octavo principio: se debe evitar a toda costa cubrir el balance del banco central con activos de alto riesgo. Situaciones de estrés financiero pueden provocar grandes aumentos de activos de baja calidad en el balance del banco central. Esto es inconveniente, puesto que se puede generar la expectativa de una financiación monetaria de las pérdidas asociadas con esos bienes. Si la demanda de dinero no crece con la rapidez suficiente, lo anterior necesariamente conduce a un mayor impuesto inflacionario, lo que debilita la credibilidad en el compromiso de la estabilidad de precios. Cuando sea posible, los activos de mala calidad deberían ser absorbidos por el Gobierno y las pérdidas relacionadas deberán sufragarse con impuestos (actuales o futuros).

Para resumir, el Banco de la República desempeña un papel primordial en la mitigación del riesgo sistémico del sistema financiero. Al evitar una política monetaria procíclica, se contribuye a que no se presenten desequilibrios financieros, así como permite juzgar de manera adecuada los riesgos de los mismos. Su función como banco central también lo pone en una posición privilegiada para identificar vulnerabilidades sistémicas, que exige más y mejores datos, fuentes y métodos analíticos. Asimismo, su participación en el desarrollo y la supervisión de las infraestructuras financieras y su función como proveedor de facilidades de liquidez (repos, OMA y prestamista de última instancia) lo convierten en un elemento central en la red de la estabilidad financiera. Naturalmente, todas las acciones del Banco de la República requieren la labor complementaria del regulador y supervisor financiero, así como el apoyo de la agencia de seguros de depósito, que son instituciones que, desde su inicio (es decir, la Superintendencia Financiera) o poco después de ser creado (Fogafín), ejercen funciones que constitucionalmente están separadas del banco central.

José Darío Uribe Escobar
*Gerente general**

* Las opiniones expresadas no comprometen a la Junta Directiva del Banco de la República, pues son de exclusiva responsabilidad del Gerente General.

REFERENCIAS

- Banco Central Europeo (2010). "Recent Advances in Modelling Systemic Risk Using Network Analysis" (workshop), Banco Central Europeo.
- Bernal, J. *et al.* (2011). "Cuantificación de la contribución de las fuentes de liquidez en el sistema de pagos de alto valor en Colombia: una aproximación preliminar", Borradores de Economía, núm. 683, Banco de la República.
- Borio, C.; Drehmann, M.; Tsatsaronis, K. (2011). "Anchoring Countercyclical Capital Buffers: The Role of Credit Aggregates", *International Journal of Central Banking*, vol. 7, núm. 4, Monetary and Economic Department, Bank for International Settlements, pp. 189-240.
- Cepeda, F. (2008). "La topología de redes como herramienta de seguimiento en el sistema de pagos de alto valor en Colombia", Borradores de Economía, núm. 513, Banco de la República.
- Chan-Lau, J. (2010). "Balance Sheet Network Analysis of Too-Connected-to-Fail Risk in Global and Domestic Banking Systems", working paper, núm. 10-107, Fondo Monetario Internacional.
- Fondo Monetario Internacional (2010). "Capítulo 2: systemic liquidity risk: improving the resilience of Financial Institutions and markets" en *Global Finance Stability Report*. Fondo monetario internacional, pp. 57-83.
- Garratt, R. *et al.* (2011). Mapping Systemic Risk in the International Banking Network, working paper, núm. 413, Bank of England.
- Haldane, A. (2009). "Rethinking the Financial Network", discurso pronunciado en la Asociación de Estudiantes Financieros, Bank of England, Amsterdam.
- Hannoun, H. (2012). "Monetary Policy in the Crisis: Testing the Limits of Monetary Policy", discurso pronunciado en la 42 conferencia de la Asociación de Bancos Centrales de Países del Sudeste Asiático (Seacen), Banco de Pagos Internacionales (BIS), Seúl.
- León, C. *et al.* (2011). "Too-connected-to-fail Institutions and Payments System's Stability: Assessing Challenges for Financial Authorities", Borradores de Economía, núm. 644, Banco de la República.
- León, C.; Machado, C. (2011). "Designing an Expert Knowledge-based Systemic Importance Index for Financial Institutions", Borradores de Economía, núm. 669, Banco de la República.
- Tenjo, F.; López, M. (2010). "Early Warning Indicators for Latin America", Borradores de Economía, núm. 608, Banco de la República.
- Tumpel-Gugerell, G. (2009). "Introductory Remarks", discurso de apertura del workshop: Recent Advances in Modelling Systemic Risk Using Network Analysis, Banco Central Europeo, Frankfurt.
- Uribe, J. (2011). "Lecciones de la crisis financiera de 2008: cómo la infraestructura financiera puede mitigar la fragilidad sistémica", Nota Editorial, *Revista del Banco de la República*, núm. 1003, vol. LXXXIV, junio. Banco de la República.