



Cooperación entre bancos centrales: reflexiones sobre la experiencia de las últimas ocho décadas

Discurso pronunciado por Jaime Caruana

Director General, Banco de Pagos Internacionales

Conferencia Conmemorativa del 60º Aniversario del CEMLA sobre

«Cooperación entre bancos centrales a comienzos del siglo XXI»

20 de julio de 2012

Es para mí un honor y un placer participar en esta conferencia que conmemora el 60º aniversario de CEMLA. Desde su creación en 1952, CEMLA ha promovido los estudios monetarios y la cooperación técnica entre bancos centrales y ha contribuido a la formación profesional en los bancos centrales, demostrando que dicha cooperación no sólo es muy deseable, sino también que es una realidad. Sin duda, los bancos centrales tienen cierta tendencia a mirar más allá de sus fronteras. Después de todo, cada banco central es una institución única en su país con su propio mandato nacional. Por ello, cuando los banqueros centrales quieren compartir sus experiencias y preocupaciones con profesionales similares, recurren a otros bancos centrales. Además y más importante, la globalización, los riesgos comunes y la interdependencia transfronteriza han hecho de la cooperación internacional una necesidad para los responsables de los bancos centrales, particularmente en estos momentos en los que hay tendencias a la fragmentación y renacionalización de los mercados financieros, que son motivos de preocupación.

El Banco de Pagos Internacionales (BPI) fue fundado en 1930 por una generación de banqueros centrales con miras de futuro. Ellos se aseguraron de que «la promoción de la cooperación entre bancos centrales» estuviera entre los principales objetivos de los Estatutos del BPI. Durante más de 80 años, el BPI ha jugado un papel activo en dicha cooperación. Esta es la perspectiva desde la que me gustaría compartir con todos ustedes algunas reflexiones sobre el pasado y el futuro de la cooperación entre bancos centrales.

En este mundo tan complejo e interdependiente en el que vivimos, existe y seguirá existiendo la necesidad de una cooperación institucional estructurada entre bancos centrales, y para que dicha cooperación sea eficaz y legítima, es necesario que evolucione continuamente y se adapte al cambiante entorno monetario y financiero internacional, con crisis financieras y económicas que han servido como catalizador del cambio. En otras palabras, la evolución de la cooperación entre bancos centrales está íntimamente ligada a los retos que plantea la evolución del entorno monetario y financiero internacional, cambios en los marcos institucionales y a los avances en el pensamiento económico.

Para avalar dicha conclusión, analizaré primero la experiencia histórica de la cooperación entre bancos centrales desde el periodo de entreguerras, y después enumeraré algunos de los retos y perspectivas de cara al futuro.



Cooperación entre bancos centrales: evolución y experiencias

En líneas generales, hasta los años 70 la cooperación entre bancos centrales se basaba en la creencia de que un sistema de tipo de cambio fijo era un objetivo deseable para alcanzar la estabilidad de precios interna. Sin embargo, dentro de este marco conceptual general, el régimen monetario y financiero imperante sufrió cambios notables y estos cambios crearon importantes diferencias en los objetivos y herramientas utilizados para la cooperación.

En los albores de la banca central moderna, bajo el imperio del patrón oro, el ámbito de cooperación entre bancos centrales era más bien reducido. La convertibilidad del oro, que provocaba el ajuste «automático» de los desequilibrios, actuaba como anclaje en última instancia. La cooperación por aquel entonces era más bien bilateral y esporádica, principalmente cuando se producía una crisis bancaria, como en 1890 para limitar la propagación de la crisis del banco Baring o durante la crisis financiera de 1907. En ambos casos, las inyecciones de liquidez de emergencia ayudaron a mantener la convertibilidad del oro.

El colapso del patrón oro y los esfuerzos internacionales posteriores para reintroducirlo en el periodo de entreguerras ampliaron el ámbito de la cooperación entre bancos centrales, debido principalmente a la complejidad técnica de dichos esfuerzos, que llevaron a los principales bancos centrales en el núcleo del sistema a actuar como asesores de otros bancos centrales. También se debió a las intrincadas limitaciones económico-políticas que rodearon este esfuerzo de reintroducción (en concreto las reparaciones y deudas de guerra), que plantearon serios problemas de coordinación internacional. La creación del BPI en 1930 respondió a estos retos. Esta institución encarnó por primera vez en la historia la cooperación multilateral entre bancos centrales. Sin embargo, más adelante, tras las alteraciones económico-políticas que siguieron a la Gran Depresión, la mayoría de los bancos centrales, que anteriormente habían gozado de independencia, quedaron bajo el control de las autoridades fiscales, y la cooperación entre bancos centrales perdió terreno. La falta de cooperación en este ámbito no hizo más que reflejar el repliegue político y económico que caracterizó los años 30.

Después de 1945, con el régimen de tipo de cambio fijo que introdujeron los acuerdos de Bretton Woods, la gestión de los tipos de cambio recayó en el recién creado Fondo Monetario Internacional (FMI), un organismo intergubernamental. El oro actuó como limitación suave sobre el sistema, al tiempo que la represión financiera mantuvo a raya la inestabilidad financiera. En este entorno relativamente estable y seguro (incluso tal vez aburrido), se decía que los bancos centrales «no tenían mucho que hacer y lo hacían muy bien», pero esto era en teoría. En la práctica, los bancos centrales estaban muy ocupados cooperando cada vez más para defender el sistema de Bretton Woods ante la creciente movilidad del capital y las divergencias entre políticas monetarias. Aunque en última instancia estos esfuerzos no tuvieron éxito, sí que establecieron un marco duradero de cooperación institucional entre bancos centrales. Gran parte de esta labor se llevó a cabo en el BPI, mejorando su función como foro de cooperación entre bancos centrales. La creación de importantes foros en los que desarrollar dicha cooperación, y en particular el CEMLA en 1952, tuvo lugar durante la era Bretton Woods.

Tras el colapso de dicho sistema a comienzos de los años 70, se redujo el ámbito de cooperación entre bancos centrales en torno a la política monetaria, cuando los principales bloques de monedas aplicaron políticas de forma independiente con tipos de cambio variables. No obstante, la Gran Inflación de la década de los 70 llevó a la adopción de marcos modernos de política monetaria, caracterizados por la búsqueda de la estabilidad de precios y la independencia de los bancos centrales. Este nuevo consenso se alcanzó en un contexto de cooperación «ligera» entre bancos centrales en forma de debates periódicos y francos en el seno del BPI y en otros foros. Esto no significa sin embargo que hubiera desaparecido el deseo de cooperar de forma más intensa. Por ejemplo en la década de los 70, los países europeos, utilizando el BPI como plataforma de coordinación, comenzaron a



planear la unificación monetaria regional a través de la llamada «serpiente de monedas» y el Sistema Monetario Europeo. Sin embargo, esto fue más bien la excepción y la tendencia general iba más en la dirección de una cooperación ligera en el terreno monetario.

En cambio, se reforzó mucho la cooperación en el ámbito de la estabilidad financiera. A medida que la represión financiera dio paso a la liberación financiera, la banca internacional y la movilidad del capital internacional entraron en rápida expansión gracias a la abundante liquidez de financiación, incluidos los petrodólares. Aunque esto fue sin duda beneficioso para el desarrollo de la economía mundial, la otra cara de la moneda fue el regreso de las crisis bancarias con repercusiones potencialmente sistémicas, que no habían ocurrido desde la Segunda Guerra Mundial. Para dar respuesta a esta situación, desde los años 70 los bancos centrales han cooperado en pos de la estabilidad financiera. El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea se creó a finales de 1974 como respuesta directa a la crisis bancaria acontecida un año antes, con la estrepitosa quiebra de Bankhaus Herstatt en Alemania y Franklin National Bank en Estados Unidos. El BPI y los nuevos comités de alto nivel con sede en él, como el Comité de Basilea y el Comité sobre el Sistema Financiero Global, fueron clave para el desarrollo de orientaciones destinadas a diseñar e implementar normas y políticas comunes (los marcos de suficiencia del capital de Basilea I, II y III) y para la compilación de datos sobre nuevos mercados e instrumentos. Este «Proceso de Basilea», consistente en la cooperación entre los comités y organismos internacionales de normalización con sede en el BPI, se ha convertido en un foro esencial para promover la cooperación financiera y monetaria a nivel internacional. En este contexto, ya a finales de 1970, los bancos centrales intentaron adoptar un enfoque «macroprudencial» para la estabilidad financiera. Este concepto no se retomó hasta la década de 2000, sobre todo tras la actual crisis financiera, cuando se introdujo en las diferentes políticas destinadas a contener de manera más amplia el riesgo sistémico.

La crisis financiera mundial ha dado un nuevo impulso a la cooperación internacional entre bancos centrales, que han adoptado acciones concertadas, por ejemplo proporcionando amplia liquidez tras la quiebra de Lehman en 2008 y estableciendo líneas de *swaps* de divisas. La creación de estos *swaps* en cantidades sin precedentes ha dado un giro fundamental a la cooperación entre bancos centrales que los fundadores del BPI nunca hubieran imaginado. Asimismo, la expansión geográfica de esta cooperación se ha reforzado, como refleja la ampliación de miembros y el renovado papel que juegan el G-20, el FSB y la Global Economy Meeting del BPI, lo que no es sino el reconocimiento del importante papel que los países emergentes tienen hoy en la economía mundial. En la actualidad, la cooperación internacional y el intercambio informal de experiencias como se producen en Basilea se han convertido en un complemento clave de la vigilancia multilateral.

Este breve repaso a la evolución de la cooperación entre bancos centrales en los últimos 80 años muestra que los objetivos y la intensidad de dicha cooperación se han visto muy afectados por el entorno financiero y monetario mundial, y que las crisis han sido el catalizador de dicho cambio. Ahora bien, cabe preguntarse qué repercusiones tiene todo ello en la cooperación futura entre bancos centrales.

Perspectivas y retos

La crisis financiera mundial ha impulsado, en primer lugar, la cooperación entre bancos centrales en materia de estabilidad financiera, y éstos seguirán colaborando estrechamente a la vista de los esfuerzos actuales por fortalecer la regulación y supervisión financieras a nivel mundial. Esta cooperación supone aplicar estándares nuevos, dar respuesta a las



cuestiones pendientes de la reforma reguladora —concretamente los regímenes de resolución bancaria, la infraestructura del mercado de derivados y el sistema bancario paralelo—, así como reforzar los esquemas de vigilancia financiera, en particular a través de marcos macroprudenciales que otorguen un papel importante a los bancos centrales¹.

Al mismo tiempo, los bancos centrales han intensificado y deberán intensificar su cooperación en temas de política monetaria para poder hacer frente a los arduos desafíos económicos, intelectuales e institucionales. El contexto económico en que operan los bancos centrales se ha tornado muy difícil, con un crecimiento decepcionante y de elevada deuda pública y privada. En muchas economías avanzadas, los bancos centrales se ven obligados a ejercer de autoridades económicas de última instancia mientras no se ataquen de raíz las fragilidades económicas y financieras persistentes. Los bancos centrales están proporcionando estímulo monetario a gran escala, inyectando liquidez a los bancos y aliviando la carga financiera de los gobiernos. Los bancos centrales de las economías emergentes se enfrentan a sus propios retos y a los efectos de contagio de estas políticas, que se materializan en forma de una volatilidad indeseable de los flujos de capitales y de los tipos de cambio. Además de estos desafíos económicos, los bancos centrales se enfrentan a considerables retos intelectuales, ya que la crisis puso de manifiesto las limitaciones del consenso en política económica antes de la misma y de los modelos macroeconómicos subyacentes. Por su parte, la insostenibilidad de las posiciones fiscales en muchos países y las nuevas funciones de los bancos centrales en materia de estabilidad financiera plantean desafíos de carácter institucional, pues los bancos centrales necesitan preservar su independencia operativa y su credibilidad.

La cooperación entre bancos centrales será fundamental para que exista un entendimiento común de la naturaleza de estos desafíos y forjar un nuevo consenso para resolverlos. Desde la perspectiva del BPI, el nuevo consenso debería incluir tres elementos clave.

En primer lugar, es necesario restablecer la simetría en la articulación de la política monetaria a lo largo del ciclo financiero. En los últimos 10-15 años, los bancos centrales han tendido a relajar la política monetaria de forma agresiva durante las crisis, y a endurecerla con prudencia en las fases de recuperación y previas a la crisis. A raíz de ello, las tasas de interés en muchas economías se han reducido gradualmente —hasta llegar prácticamente a su límite inferior en las principales economías avanzadas—, estrechando con ello el margen de maniobra para las autoridades monetarias. Es necesario un enfoque más simétrico durante el ciclo financiero, con una relajación monetaria menos persistente durante la fase bajista y un endurecimiento más agresivo durante la alcista.

Es necesario adaptar los marcos de política para que los bancos centrales puedan contribuir con mayor eficacia a contener la acumulación de desequilibrios financieros y aumentar la solidez y capacidad de resistencia del sistema financiero. Para ello, los bancos centrales necesitarán horizontes de política superiores a los dos años que suelen aplicarse en los mecanismos de objetivos de inflación. De esta forma podrían detectarse los riesgos de estabilidad financiera derivados de los desequilibrios financieros y se daría a los bancos centrales más margen para corregir los auges financieros incluso cuando la inflación a corto plazo se encuentre dentro de su nivel o rango objetivo. Esto significa que los marcos orientados a la estabilidad de precios, como los mecanismos de objetivos de inflación, deben ser flexibles, y deben evaluarse de forma sistemática sus riesgos en el futuro, especialmente los planteados por la evolución financiera. En este contexto, los bancos centrales deberán resolver las debilidades conceptuales de los modelos analíticos utilizados

¹ Véase J. Caruana, «Progress and challenges in financial reform», discurso pronunciado en el XXI International Banking Congress, San Petersburgo, 6 de junio de 2012.



antes de la crisis y seguir desarrollándolos para que recojan mejor la interacción entre los factores financieros y la economía real.

Restablecer la simetría también implica reconsiderar las respuestas de política monetaria ante las desaceleraciones financieras que se producen tras los auges del crédito. La opinión imperante de relajar la política monetaria de forma agresiva y prolongada podría estar subestimando sus daños colaterales. Cuando estalla una crisis, los bancos centrales deben hacer sin duda todo lo posible para impedir el colapso del sistema. Pero una vez finalice la fase de gestión de los episodios más agudos de la crisis, el foco de su política debe orientarse a promover los ajustes necesarios tras las crisis en cuanto a los balances y en el conjunto de la economía. Una prolongada relajación monetaria permite ganar tiempo para realizar estos ajustes necesarios, pero también genera incentivos que hacen más probable que no se use el tiempo adecuadamente, se retrase con ello el restablecimiento de una recuperación autosostenida y se creen distorsiones en la economía real. Además, sus efectos de contagio pueden generar distorsiones adicionales en los mercados financieros y en la economía real, así como riesgos de estabilidad financiera y de precios a nivel mundial.

Esto me lleva al segundo elemento clave, la necesidad de internalizar mejor las externalidades generadas por los efectos de las políticas monetarias entre distintas zonas monetarias. La elevada integración de los mercados de factores de producción e instrumentos financieros en todo el mundo supone que las condiciones económicas y financieras se ven cada vez más influidas por la coyuntura mundial. La persistencia de tasas de interés bajas en las principales economías avanzadas se traduce en la persistencia de elevados diferenciales de tasas de interés que alientan flujos de capitales y de crédito hacia las economías de mercado emergentes de rápido crecimiento y ejercen presiones alcistas sobre sus tipos de cambio. Es cierto que estos flujos se ven también propiciados por los mejores fundamentos económicos en los países de mercado emergente, especialmente sus favorables perspectivas de crecimiento a largo plazo, la aplicación con éxito de reformas estructurales y su mayor participación en la economía mundial. No obstante, esto hace que los bancos centrales de las economías emergentes se muestren reacios a elevar sus tasas de interés en respuesta a condiciones macroeconómicas locales y financieras expansivas, a fin de evitar mayores diferenciales entre tasas y mayores entradas de capital. Por tanto, puede que la política monetaria global haya tendido a ser excesivamente laxa de forma sistemática a lo largo de los últimos años.

Las condiciones monetarias laxas reinantes en todo el mundo han propiciado auges del crédito y del precio de los activos en algunas economías de mercado emergentes, con el consiguiente riesgo de que se acentúen los desequilibrios financieros como sucedió en las economías avanzadas durante los años inmediatamente anteriores a la crisis. Es probable que estas condiciones laxas también hayan elevado la volatilidad de los precios de las materias primas en los últimos años. Los precios de las materias primas se fijan en los mercados de subasta mundiales y son muy sensibles a las condiciones de demanda mundial, que a su vez se ven influenciadas por las condiciones monetarias globales. Esta sensibilidad puede haberse agravado con la mayor importancia que han adquirido los inversores financieros en los mercados de materias primas. Las repercusiones de una mayor volatilidad de los precios de las materias primas afectaron sobre todo a las economías de mercado emergentes, donde dos episodios de creciente inflación desde 2006 se asocian con el aumento de los precios de las materias primas.

La creciente relevancia de los efectos de propagación de la política monetaria sugiere la necesidad de que los bancos centrales ponderen más las implicaciones a escala mundial de sus medidas. En un mundo tan globalizado, la política monetaria debe adoptar una perspectiva más global para garantizar una estabilidad de precios y financiera duradera. Dicho de otro modo, los bancos centrales han de ir más allá de la doctrina de «poner su casa en orden». Esto no tiene necesariamente que requerir una coordinación a nivel mundial de las políticas monetarias, pero sí que los bancos centrales aprecien e internalicen mejor



sus efectos secundarios e interacciones. El primer paso en esta dirección es reconocer dichos efectos. Esto exigirá adoptar un enfoque analítico más global que contemple las interacciones y los efectos de retroalimentación.

Por ello, comparto la opinión del reciente llamamiento de reconocidos académicos y profesionales² para que las consideraciones mundiales se tengan en cuenta de forma más explícita en los marcos de política monetaria de los principales bancos centrales y para que éstos presten más atención a las repercusiones en el mundo de sus acciones colectivas. Sin embargo, me muestro más escéptico con la propuesta de formalizar mecanismos de cooperación, por ejemplo, exigiendo a los principales bancos centrales que rindan cuentas públicamente de la congruencia entre sus políticas. Instar a los bancos centrales a revelar áreas de inconsistencia y disconformidad podría resultar contraproducente, pues podría menoscabar el clima de mutua confianza necesario en una cooperación.

El carácter estructurado pero informal de las reuniones que se celebran en el BPI ha demostrado permitir un intercambio de opiniones franco sobre la dimensión internacional de las políticas nacionales. En los últimos años, estos encuentros se han centrado plenamente en los asuntos clave de la estabilidad financiera y económica mundiales, incluidos los efectos de contagio. Dicho esto, es evidente que se necesita una mayor cooperación entre bancos centrales. En este contexto, los foros regionales como el CEMLA seguirán jugando una baza importante en el desarrollo de mecanismos de cooperación más eficaces.

En tercer y último lugar, los bancos centrales deben salvaguardar su independencia operativa y su credibilidad. Las nuevas funciones que desempeñan en materia de supervisión financiera, regulación y políticas macroprudenciales traen consigo nuevos desafíos institucionales. Un argumento a favor de la asignación de responsabilidades de estabilidad financiera a los bancos centrales es que han demostrado gozar de independencia en la articulación de la política monetaria. Sin embargo, esto implica que las nuevas competencias de los bancos centrales deben estar reforzadas por un claro mandato que contemple los mecanismos de salvaguardia de su independencia operativa, que sean compatibles con sus responsabilidades de política monetaria y les proporcionen las herramientas, potestades y salvaguardias adecuadas. En concreto, tener claras las funciones, responsabilidades y potestades es condición *sine qua non* para garantizar la congruencia entre lo que se espera de los bancos centrales y lo pueden hacer, así como para la rendición de cuentas y la formulación eficaz de políticas. Ambos elementos —rendición de cuentas y eficacia— pueden verse mejorados por una clara política de comunicación sobre la estrategia del banco central para cumplir su mandato.

Al mismo tiempo, los bancos centrales tienen que ser conscientes de los riesgos a más largo plazo que el difícil entorno económico actual plantea para su credibilidad y autonomía operativa. Los bancos centrales de las principales economías avanzadas pueden verse presionados a proporcionar un estímulo monetario y financiación aún mayor si persiste la atonía económica, si los mercados continúan dependiendo de las operaciones de los bancos centrales y si no se resuelven los problemas de solvencia y estructurales subyacentes. Es decir, puede crearse un círculo vicioso que dificulte el abandono de la acomodación monetaria. Asimismo, el continuado recurso a estrategias de crecimiento basadas en la

² Barry Eichengreen, Mohamed El-Erian, Arminio Fraga, Takatoshi Ito, Jean Pisani-Ferry, Eswar Prasad, Raghuram Rajan, Maria Ramos, Carmen Reinhart, Helene Rey, Dani Rodrik, Kenneth Rogoff, Hyun Song Shin, Andres Velasco, Beatrice Weder di Mauro y Yongding Yu, «Rethinking central banking», Brookings Institution, 2011.



exportación por parte de algunas economías de mercado emergentes puede poner en tela de juicio la determinación de sus bancos centrales de garantizar la estabilidad de precios y abandonar intervenciones a gran escala en los mercados de divisas. Estas preocupaciones se agravan con los riesgos de economía política que surgen de la combinación de las políticas de balances de los bancos centrales, que han difuminado la división entre las políticas monetaria y fiscal, y la trayectoria insostenible de las posiciones fiscales en algunas economías.

Conclusiones

Para concluir, la evolución de la cooperación entre bancos centrales en los últimos 80 años ha ido muy ligada a la del entorno monetario y financiero internacional, con crisis financieras y económicas que han servido de catalizadores. La reciente crisis financiera mundial ha planteado nuevos retos fundamentales para la política monetaria globalmente. Una estrecha cooperación entre bancos centrales, tanto a nivel global como regional, mediante intercambios de opiniones estructurados y periódicos, será fundamental para una comprensión común de los problemas y la convergencia de soluciones. Los bancos centrales necesitan forjar un nuevo consenso para resolver los retos a los que se enfrentan. En mi opinión, dicho consenso debería incorporar tres elementos clave: más simetría en la articulación de la política monetaria a lo largo del ciclo financiero, más internalización de las repercusiones de la política monetaria mundial, y protección de la credibilidad e independencia operativa de los bancos centrales. Estos tres elementos serán fundamentales para no volver a las políticas de «empobrecer al vecino» y hacer más probable y duradera la estabilidad financiera y de precios a escala mundial. El logro de estos tres objetivos también dependerá de la continuada capacidad de los bancos centrales para atraer y conservar talento, así como para aprender y adaptarse continuamente a la evolución del entorno. Los esfuerzos de cooperación por parte de los bancos centrales en la formación y la investigación, tanto a nivel mundial como mediante mecanismos regionales como el CEMLA, será clave para el éxito de dicha tarea. Me gustaría finalizar felicitando de nuevo al CEMLA por sus 60 años y destacar la excelente relación de colaboración que mantenemos y nuestro deseo de seguir fortaleciéndola.

Muchísimas gracias por su atención.