



Independencia y desafíos de los bancos centrales de economías emergentes

Presentación del Gobernador del
Banco de México, Alejandro Díaz de León

Resumen de la presentación

“Los bancos centrales son instituciones únicas”, dijo al inicio de su presentación Alejandro Díaz de León, gobernador del Banco de México, explicando que todos comparten la responsabilidad de proporcionar la moneda nacional a los países. El dinero es un bien público esencial y, dadas las reglas y estrategias seguidas por su emisor, aseguran su compromiso de perseguir los objetivos de la sociedad a largo plazo.

“Hasta cierto punto –agregó–, los mandatos de los bancos centrales suelen estar influenciados por los episodios monetarios más adversos vividos por cada país”. En el caso de muchos bancos centrales de América Latina, entre finales de los '70s y principios de los '90s, varias economías experimentaron períodos de alta inflación. Desde entonces, se concedió la independencia a muchos bancos centrales de América Latina y de otras regiones, con mandatos enfocados, principalmente, en la búsqueda de la estabilidad de precios y una estructura institucional que implica la toma de decisiones que benefician al país a largo plazo.

En teoría, los modelos económicos apuntan hacia estrategias óptimas de política monetaria que minimizan las fluctuaciones en torno a la meta de inflación y del producto potencial. La pregunta clave es qué marco legal e institucional del Banco Central, teniendo en cuenta las consideraciones de economía política y las condiciones internas, ofrece tal resultado.

Cuando una economía enfrenta presiones inflacionarias de la demanda agregada, las autoridades monetarias operan para

estabilizar la inflación y la brecha de actividad. Sin embargo, pueden ocurrir escenarios más desafiantes en los que estas brechas se muevan en direcciones opuestas. En este contexto, los bancos centrales enfrentarían complejos trade-offs. Bajo un mandato dual, es probable que enfrenten una fuerte presión para priorizar las preocupaciones sobre la actividad económica, a pesar de la presencia de una brecha de inflación positiva.

Las economías emergentes se enfrentan a un entorno más desafiante, donde muchas no han consolidado un entorno de inflación baja y estable, y un valor de inflación de mediano y largo plazo. Están muy expuestas a fluctuaciones en las condiciones económicas y financieras globales que, a su vez, se reflejan en una gran volatilidad del tipo de cambio y en frecuentes shocks inflacionarios. Como resultado, la inflación es, en promedio, más volátil y difícil de pronosticar que en las economías avanzadas.

Cuando existen metas de inflación insuficientemente creíbles, y la dinámica de la inflación está dominada por shocks relacionados con el tipo de cambio y la oferta, un mandato único bien definido, ampliamente entendido y comunicado, puede contribuir mejor a reducir la incertidumbre sobre la función de reacción de los bancos centrales y reducir el premio por plazo. En este caso, el Banco Central puede comprometerse con una inflación baja y estable en torno a su meta, evitando, al mismo tiempo, efectos de contagio sobre la actividad económica y el empleo. Para las economías emergentes que enfrentan estas condiciones, la adopción de un mandato dual podría requerir de una política monetaria más estricta para compensar la

incertidumbre adicional en la función de reacción y su efecto tanto en la inflación como en el premio por plazo.

Cuando los bancos centrales de las economías emergentes se enfrentan a un complejo trade-off de política debido a que la inflación y la brecha de actividad se mueven en direcciones opuestas, se debe asegurar que la política monetaria no genere aumentos en el premio por riesgo e induzca a una curva de rendimiento más pronunciada. En estas circunstancias, un mandato dual podría agregar incertidumbre a la respuesta de política, y ejercer presión sobre el premio por riesgo de inflación.

Existe un desafío adicional que enfrentan las economías emergentes, especialmente en América Latina, donde persiste un déficit de crecimiento económico significativo que ha resultado en un PIB per cápita más bajo que otras economías emergentes y avanzadas. En el caso de México se ha observado incluso una reducción del PIB potencial. En estas economías, los bancos centrales enfrentarán mayores presiones para dejar de lado las preocupaciones sobre la estabilidad de precios a largo plazo y proporcionar un estímulo a corto plazo a la economía.

En el caso específico de México, la política monetaria se ha llevado a cabo para lograr un mandato primordial de estabilidad de precios, logrando una menor inflación, un menor traspaso de tipo de cambio, expectativas de inflación estables, y primas por plazo más bajas, junto con otros beneficios indirectos, como el desarrollo de instrumentos financieros de largo plazo.

Un Banco Central por sí solo no puede lograr la estabilidad macroeconómica; la coordinación y comunicación entre las políticas monetaria y fiscal es fundamental para lograr el éxito. Los bancos centrales, especialmente en las economías emergentes, también deben desempeñar el papel de ancla, tanto

económica como institucional, y un mandato claro y alcanzable que contribuya al fortalecimiento de las instituciones.

En general, si bien el objetivo final de cualquier Banco Central es y debe ser contribuir al bienestar de la sociedad, no existe un diseño institucional único que se adapte a todas las economías en todo momento. Las instituciones con una orientación de largo plazo, incluidos los bancos centrales, deben diseñarse cuidadosamente y, en particular, tener un mandato claro y coherente en el tiempo que permita una buena toma de decisiones en beneficio de nuestras sociedades.

Palabras del Gobernador del Banco de México, Alejandro Díaz de León

Los bancos centrales son instituciones únicas. Todos ellos comparten la responsabilidad de proporcionar la moneda nacional a nuestros países. El dinero es un bien público esencial que debe ser un medio de intercambio eficaz, depósito de valor y unidad de cuenta. Las sociedades han descubierto que la mejor forma de dinero no es la que aporta un valor intrínseco, sino aquella que, aunque inmaterial –el dinero fiduciario–, y dadas las reglas y estrategias seguidas por su emisor, aseguran el compromiso del emisor de perseguir los objetivos de la sociedad a largo plazo.

El mandato, las metas, y los objetivos definidos por la sociedad para los bancos centrales determinan las estrategias y los términos y condiciones mediante los cuales proporcionan dinero a sus economías. Esto representa claramente una cuestión de soberanía y contrato social de suma importancia. Los países pueden establecer diferentes prioridades o tomar en consideración elementos específicos. Hasta cierto punto, los mandatos de los bancos centrales suelen estar influenciados por los episodios monetarios más adversos vividos por cada país. Por ejemplo, la hiperinflación de la década de 1920 en Alemania debe haber influido en la búsqueda de la estabilidad de precios de su sociedad, tal como la Gran Depresión puede haber planteado consideraciones de empleo en el mandato dual de la Reserva Federal de Estados Unidos.

En el caso de muchos bancos centrales de América Latina, entre finales de los '70s y principios de los '90s, varias economías de la región experimentaron períodos de alta

inflación. Desde entonces, las preocupaciones han sido que los bancos centrales bajo influencia política tienden a establecer políticas expansivas para financiar a los gobiernos, y estimular el crecimiento económico a corto plazo, independientemente de las consecuencias a mediano y largo plazo. Ésta fue la razón principal por la que fue necesario aislar la formulación de la política monetaria de la influencia política directa. De este modo, se concedió la independencia a muchos bancos centrales de América Latina y de otras regiones, con mandatos enfocados, principalmente, en la búsqueda de la estabilidad de precios. En este contexto, Chile fue una de las primeras economías en modernizar su marco de política monetaria con este objetivo.

La independencia del Banco Central requiere una estructura institucional que, a veces, implica la toma de decisiones políticamente impopulares, pero que están destinadas al beneficio del país a largo plazo. Sus características clave son:

1. Un mandato legal claro y objetivos específicos,
2. Limitar el poder discrecional de los gobiernos al nombrar miembros de la Junta Directiva del Banco Central,
3. Limitar la capacidad de cualquier autoridad gubernamental para utilizar el Banco Central como fuente de financiamiento,
4. Consolidar órganos colegiados de decisión, con probada capacidad técnica, y garantía de actuar con autonomía,
5. Permitir que el Banco Central elija los mejores medios para lograr los objetivos definidos en la Ley.

En general, si bien el objetivo final de cualquier Banco Central es y debe ser contribuir al bienestar de la sociedad, no existe un diseño institucional único que se adapte a todas las economías en todo momento.

El paradigma de los bancos centrales autónomos y con metas de inflación flexibles fue el resultado del reconocimiento de la sociedad de que la mejor contribución de éstos al crecimiento a largo plazo es mantener una estabilidad de precios sostenida. Esa política monetaria debiera ser capaz de mantener la inflación de largo plazo en torno a un objetivo específicamente definido, con fluctuaciones en la inflación de baja o nula persistencia. Esto reconoce claramente la noción de que no existe un trade-off explotable entre la inflación y las variables reales.

Aunque la mayoría de los bancos centrales tienen mandatos de estabilidad de precios, las fuertes contracciones de la actividad económica experimentadas durante la Crisis Financiera Global de 2008 y la actual pandemia del Covid-19 han llevado a la revisión de los mandatos y la adecuación de los marcos de política monetaria. En teoría, los modelos económicos apuntan hacia estrategias óptimas de política monetaria que minimizan las fluctuaciones en torno a la meta de inflación y del producto potencial. La pregunta clave es qué marco legal e institucional del Banco Central, teniendo en cuenta las consideraciones de economía política y las condiciones internas, ofrece tal resultado.

En este sentido, cuando una economía enfrenta presiones inflacionarias de la demanda agregada, las autoridades monetarias (con mandato único o dual) operan para estabilizar la inflación y la brecha de actividad. Sin embargo, pueden ocurrir escenarios más desafiantes en los que estas brechas se muevan en direcciones opuestas. En este contexto, los bancos centrales enfrentarían complejos trade-offs, independientemente de sus mandatos. Bajo un mandato dual, es probable que estas instituciones enfrenten una fuerte presión para priorizar las preocupaciones sobre la actividad económica, a pesar de la

presencia de una brecha de inflación positiva. En este sentido, el Banco Central Europeo—cuyo principal objetivo es mantener la estabilidad de precios en la Zona del Euro ante perturbaciones relacionadas con la oferta—, lleva a cabo una política monetaria encaminada a lograr una convergencia gradual y ordenada de la inflación a su objetivo, evitando al mismo tiempo una caída brusca de la inflación, actividad económica, y empleo. En las economías avanzadas, la dinámica de la inflación está fuertemente anclada en torno a sus objetivos, y está impulsada principalmente por la dinámica de la demanda agregada. Esto puede reducir las circunstancias en las que el Banco Central se enfrenta a trade-offs de política más complejos.

Las economías emergentes se enfrentan a un entorno más desafiante:

1. Si bien han fortalecido sus marcos de política macroeconómica y mejorado sus fundamentos económicos en las últimas décadas, y a pesar de sus grandes avances en el control de la inflación, muchas de ellas no han consolidado plenamente un entorno de inflación baja y estable, y un valor de inflación de mediano y largo plazo. Las expectativas no están completamente ancladas en la meta inflacionaria, y la política monetaria aún se encuentra en proceso de lograr estos objetivos,
2. Las economías emergentes enfrentan shocks inflacionarios más grandes y frecuentes y, por lo tanto, históricamente, han registrado niveles más altos tanto de inflación como de sus expectativas,
3. Son economías predominantemente pequeñas y abiertas, cuyos términos de intercambio están fuertemente influenciados por los precios de las materias primas. También están abiertas a los flujos de capital y, por lo tanto, están sujetas a variaciones en el sentimiento de los inversores, y a la aversión al riesgo global.

Por estas razones, están altamente expuestas a fluctuaciones en las condiciones económicas y financieras globales que, a su vez, se reflejan en una gran volatilidad del tipo de cambio y en frecuentes shocks inflacionarios. Además, en estas economías, los precios de artículos volátiles, como alimentos y energía, tienen un mayor peso en los Índices de Precios al Consumidor. Como resultado, la inflación es, en promedio, más volátil y más difícil de pronosticar que en las economías avanzadas. Para ilustrar este punto, destaco una investigación reciente del Banco de México que sugiere que, en promedio, los shocks en la brecha de actividad han explicado solo alrededor del 10,2% de la variación de la inflación subyacente en los países latinoamericanos desde principios de la década de 2000. Por otro lado, los shocks de tipo de cambio explican el 23,7% de la variación, los shocks inflacionarios idiosincrásicos, originados por precios administrados por el gobierno, factores climáticos, entre otros, explican el 61,2%, y los shocks de precios de las materias primas explican la variación restante (4,9%).

Cuando existen metas de inflación no suficientemente creíbles, y la dinámica de la inflación está dominada por shocks relacionados con el tipo de cambio y la oferta, un mandato único bien definido, ampliamente entendido y comunicado, puede contribuir mejor a reducir la incertidumbre sobre la función de reacción de los bancos centrales y reducir el premio por plazo. En este caso, el Banco Central puede comprometerse con una inflación baja y estable en torno a su meta, evitando, al mismo tiempo, efectos de contagio sobre la actividad económica y el empleo. Para las economías emergentes que enfrentan estas condiciones, la adopción de un mandato dual podría requerir de una política monetaria más estricta para compensar la incertidumbre adicional en la función de reacción y su efecto tanto en la inflación como en el premio por plazo.

Cuando los bancos centrales de las economías emergentes se enfrentan a un complejo trade-off de política debido a que la inflación y la brecha de actividad se mueven en direcciones opuestas, se debe asegurar que la política monetaria no genere aumentos en el premio por riesgo e induzca a una curva de rendimiento más pronunciada. En estas circunstancias, un mandato dual podría agregar incertidumbre a la respuesta de política, y ejercer presión sobre el premio por riesgo de inflación. En estas circunstancias, las economías emergentes podrían beneficiarse más de un mandato único bien definido centrado en la estabilidad de precios, para contener directamente las expectativas de inflación y la prima por riesgo.

Existe un desafío adicional que enfrentan las economías emergentes, especialmente en América Latina, donde persiste un déficit de crecimiento económico significativo que, en las últimas décadas, ha resultado en un PIB per cápita más bajo en relación con otras economías emergentes y avanzadas. En el caso de México, en los últimos años, se ha observado incluso una reducción del PIB potencial. En este contexto, las presiones políticas en busca de estímulos y mayor crecimiento no serán aplacadas por las razones detrás de una actualización del PIB potencial; una variable inobservable. Por lo tanto, en estas economías, los bancos centrales están destinados a enfrentar mayores presiones para dejar de lado las preocupaciones sobre la estabilidad de precios a largo plazo y proporcionar un estímulo a corto plazo a la economía.

En resumen, en el contexto actual, un mandato institucional que sea alcanzable, coherente en el tiempo, y que permita a la sociedad exigir rendición de cuentas a las autoridades por sus acciones para generar credibilidad en el cumplimiento de sus

objetivos es fundamental. En el caso específico de México, la política monetaria se ha llevado a cabo para lograr un mandato primordial de estabilidad de precios. Este enfoque ha generado beneficios directos, como una menor inflación, un menor traspaso de tipo de cambio, expectativas de inflación estables, y primas por plazo más bajos, junto con otros beneficios indirectos, como el desarrollo de instrumentos financieros de largo plazo.

Es importante subrayar que un Banco Central por sí solo no puede lograr la estabilidad macroeconómica. La coordinación y comunicación entre las políticas monetaria y fiscal es fundamental para lograr el éxito. México ha tenido una exitosa experiencia de cooperación entre el Banco de México y el Tesoro, y al mismo tiempo ha mantenido la independencia del Banco Central. Es de suma importancia señalar que este enfoque le ha permitido al Banco de México seguir siendo una institución pública fuerte y mantener su independencia con legitimidad a los ojos del público. En este sentido, los bancos centrales, especialmente en las economías emergentes, también deben desempeñar el papel de ancla, tanto económica como institucional, y un mandato claro y alcanzable que contribuya al fortalecimiento de las instituciones.

En general, si bien el objetivo final de cualquier Banco Central es y debe ser contribuir al bienestar de la sociedad, no existe un diseño institucional único que se adapte a todas las economías en todo momento. Las autoridades y los legisladores deben considerar múltiples elementos basados en la experiencia histórica de cada país, la naturaleza de los shocks que enfrentan sus economías, y cualquier otra posible presión que las instituciones puedan enfrentar en diversas circunstancias. En resumen, las instituciones con una orientación de largo plazo, incluidos los bancos centrales, ahora más que nunca, deben diseñarse cuidadosamente y, en particular, deben tener un mandato claro y coherente en el tiempo que permita una buena toma de decisiones en beneficio de nuestras sociedades.
