

## La Política Monetaria ante la Desregulación Financiera

Por Julio Andújar Scheker, Odalis F. Marte y Joel González Pantaleón<sup>1</sup>

Las perspectivas actuales de la economía mundial son positivas y se proyecta una gradual mejoría en el crecimiento económico para 2017 y 2018, de acuerdo a las estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI). Sin embargo, estas previsiones tienen como principal factor de riesgo la incertidumbre en torno a las medidas económicas que se espera implemente el nuevo gobierno de Estados Unidos de América (EUA).

En este sentido, el plan económico anunciado durante la campaña electoral del presidente Trump se basa en cuatro ejes centrales: (1) implementar una política fiscal expansiva, reduciendo impuestos y aumentando el gasto en infraestructura; (2) revisar la política de comercio exterior, incrementando el proteccionismo; (3) modificar la política energética, fomentando la producción basada en combustibles fósiles; y (4) promover la desregulación en el sistema financiero, principalmente a través de la modificación de la Ley Dodd-Frank, iniciativa legal aprobada en la Administración Obama, luego de la Gran Recesión.

El Banco Central de la República Dominicana (BCRD), bajo su mandato constitucional de velar por la estabilidad de precios y el buen funcionamiento de los sistemas financiero y de pagos, realiza un análisis, a partir de la información disponible, sobre esta última propuesta de reformular el marco regulatorio vigente para el sistema financiero estadounidense. En este documento, se pondera el probable impacto que estas medidas pudiesen tener en la economía dominicana y los retos que enfrenta el diseño y ejecución de la política monetaria.

### 1. El Sistema Financiero: ¿Regular o Desregular?

Tradicionalmente han existido dos visiones encontradas sobre las políticas de regulación financiera y su impacto económico. Por un lado, existe una visión que aboga por la implementación de **políticas rigurosas de regulación** que reduzcan la probabilidad de crisis financiera y, en caso de que ocurriesen, puedan reducir a un mínimo los costos económicos y sociales que se derivan de ellas. Por otro lado, existe otro enfoque que promueve una **política de desregulación**, bajo el entendido de que una regulación excesiva genera ineficiencias en el sistema financiero como sobrecostos administrativos y distorsiones en las tasas de interés que afectan el acceso al crédito y consecuentemente el crecimiento económico y el empleo.

A través de la historia, el enfrentamiento de estas dos visiones ha sido recurrente, alcanzando su punto más álgido durante las grandes crisis económicas que se han originado en los sistemas financieros de países industrializados, específicamente la **Gran Depresión de 1929** y la **Gran**

---

<sup>1</sup> Los autores son economistas del Departamento de Programación Monetaria y Estudios Económicos del Banco Central.

**Recesión de 2008.** Estos episodios de crisis fueron precedidos por etapas de alto dinamismo en el crédito privado y en el crecimiento de la producción, influenciadas por tasas de interés bajas, un alto grado de innovación financiera y políticas de flexibilización del crédito. En ambos casos, la implementación de políticas de desregulación generó un mayor endeudamiento de los agentes económicos y una alta exposición del sistema financiero a activos riesgosos, sentando las bases para un deterioro de las condiciones macroeconómicas a nivel global.

## 2. Regulación Financiera en EUA: De la Gran Depresión a la Gran Recesión

Con el objetivo de evitar que se repitieran los excesos observados en el sistema financiero durante el período previo a la **Gran Depresión de 1929**, fue promulgada en 1933 la **Ley Glass-Steagall**. Esta normativa buscaba reducir los riesgos financieros a través de la especialización de la banca, la protección del ahorrante y la prevención de corridas bancarias. En ese sentido, la nueva ley aprobó la separación de la banca comercial y la banca de inversión, introdujo techos a las tasa de interés del sistema y creó la Corporación Federal de Seguros de Depósitos (FDIC, por sus siglas inglés). Con estas medidas, se procuraba minimizar la probabilidad de ocurrencia de burbujas crediticias y sus efectos perniciosos sobre la estabilidad macroeconómica.

Hasta la **Gran Depresión de 1929**, la Reserva Federal de Estados Unidos (FED) había operado principalmente como un “banco de bancos”, ejerciendo su función de prestamista de última instancia y de instituto emisor. Con la crisis, se hizo evidente la necesidad de estimular la economía a través de un aumento en la oferta de dinero, convirtiéndose así la política monetaria en la principal función de los bancos centrales.

A la vez, en el contexto de la Política de Nuevo Acuerdo (New Deal) del Presidente Franklin D. Roosevelt (1933-1945), el Gobierno de EUA implementó una política fiscal más activa, basada en la expansión del gasto público en nueva infraestructura, programas sociales y de apoyo a la producción. Los argumentos teóricos para una política fiscal expansiva en el contexto de la Gran Depresión fueron provisto por el economista inglés John Maynard Keynes, con la publicación en 1936 de su obra cumbre la Teoría General del Empleo, el Interés y el Dinero.

Las políticas implementadas a partir de la Gran Depresión generaron un largo ciclo de estabilidad económica en Estados Unidos. Durante más de cuatro décadas, EUA creció a una tasa promedio cercana a 5.0% interanual, con una inflación promedio cercana a 3.5% y un mercado laboral operando en pleno empleo. Este dinamismo económico impulsó la demanda de crédito desbordando la capacidad del sistema financiero, dada las limitaciones que las regulaciones adoptadas en el marco de la **Ley Glass-Steagall** imponían a la oferta de crédito. En este contexto, ganan terreno aquellos que entendían que la regulación era excesiva y no se correspondía con el estado de desarrollo de los mercados financieros en ese entonces.

## Página Abierta

*Foro de artículos de opinión de los técnicos del Banco Central de la República Dominicana*

Así, a principios de la década de 1980, bajo la administración de Ronald Reagan (1981-1989), se comienzan a flexibilizar algunas provisiones regulatorias de la **Ley Glass-Steagall**, aprobándose entre otras medidas, la liberalización de las tasas de interés. Este proceso gradual de desregulación continua hasta que en 1999, bajo la administración de Bill Clinton (1993-2001), se promulga la **Ley Gramm-Leach-Bliley**, la cual elimina la especialización bancaria, facilitando la afiliación entre bancos comerciales, bancos de inversión y compañías de seguro.

La eliminación de la especialización de la banca fomentó una conducta más riesgosa en las instituciones financieras, creándose productos cada vez más sofisticados que complicaban la tarea de supervisión de las autoridades. Este proceso fue particularmente intenso en las titularizaciones de cartera de crédito hipotecario, junto a tasas de interés considerablemente bajas y a una flexibilización de la calificación crediticia, sentaron las bases para una burbuja en el mercado de viviendas que terminaría por reventar, llevando a la quiebra a entidades sistémicamente importantes y provocando la **Gran Recesión de 2008**.

Las consecuencias macroeconómicas de esta crisis llevaron en 2010 a la promulgación de la **Ley Dodd-Frank**, bajo la administración de Barack Obama (2009-2017). Esta reforma implicó la creación de nuevas agencias regulatorias y de protección al consumidor a nivel federal, así como un conjunto de disposiciones para transparentar los mercados de derivados financieros. La nueva normativa estableció medidas para prevenir y facilitar una salida ordenada en caso de futuras crisis, a la vez propuso elevar los estándares internacionales de regulación financiera, incluyendo mejoras contables y de supervisión de las calificadoras de riesgo.

Un aspecto importante de la **Ley Dodd-Frank** fue la llamada **Regla Volcker**, propuesta por el ex gobernador de la FED Paul Volcker e implementada a partir de 2014. Esta regla consistió en limitar el tamaño de los bancos comerciales y su exposición a fondos de cobertura de riesgo (hedge funds), así como restringirles el uso de su propio capital para realizar inversiones en los mercados financieros.

Es importante señalar que estos cambios en la regulación financiera se implementaron en un contexto donde tanto la política fiscal como la política monetaria eran expansivas, en un claro esfuerzo por detener la propagación de la crisis. En el caso de la política fiscal, el Presidente Obama promulgó en 2009 la Ley de Reinversión y Recuperación de EUA (ARRA, por sus siglas en inglés) que incluía un paquete de unos US\$800 mil millones de reducción de impuestos y aumentos en el gasto social, de infraestructura y de energía. Por otra parte, la política monetaria de la FED se concentró en programas de flexibilización cuantitativa. Mediante la compra de títulos financieros públicos y privados, la FED incrementó la liquidez del mercado en unos US\$3.5 billones durante el periodo de crisis.

### 3. El Nuevo Plan de Desregulación Financiera: Propuesta del Gobierno de Trump

La **Ley Dodd-Frank** contribuyó a generar una mayor estabilidad en el mercado financiero de EUA, inclusive ante episodios de alta incertidumbre como la crisis de deuda en Europa, la caída en los precios del petróleo y el incremento de la volatilidad en los tipos de cambio de las economías emergentes. No obstante, los partidarios de la desregulación entienden que la **Ley Dodd-Frank** impone restricciones de crédito excesivas y debe ser modificada. Este tema forma parte del Plan Económico del Presidente Trump, quien ya ordenó por decreto la revisión del marco regulatorio vigente.

Aunque no se tienen los detalles del plan de desregulación financiera, el equipo económico de Trump ha expresado su propósito de eliminar algunas de las agencias federales y de rescindir ciertas restricciones que limitan el acceso al crédito. Un tema controversial es que el marco actual establece que todas aquellas entidades con activos superiores a US\$50 mil millones (unas 35 instituciones) deben someterse periódicamente a pruebas de tensión financiera (*stress tests*), cuyos resultados se hacen de conocimiento público. El nuevo equipo económico del Presidente Trump ha planteado que solamente sean sometidas a este tipo de pruebas aquellos bancos cuyos activos sean superiores a US\$250 mil millones, en la actualidad unas 10 instituciones.

Adicionalmente, se tiene la intención de reformular la **Regla Volcker**, argumentando que impone restricciones excesivas, lo que provoca que los mercados sean menos profundos y líquidos y contribuye a una mayor volatilidad en los precios de los activos financieros y en las tasas de interés de mercado. Otro elemento a considerar es que se espera que los requerimientos de capital establecidos en la regulación vigente y en los principios de Basilea sean reducidos, tanto para las instituciones grandes como para las pequeñas.

### 4. Posible Impacto en la Economía Dominicana

Antes de analizar el potencial impacto en la economía dominicana, es importante entender que el proceso de desregulación financiera requiere una serie de pasos y aprobaciones que pueden tomar tiempo. Luego del decreto de febrero donde Trump ordenó al Secretario del Tesoro a emitir un reporte en no más de 120 días, se espera que se someta una propuesta de ley al Congreso en el segundo semestre. Dado el proceso de debates que tradicionalmente se tiene cuando se discuten temas donde no existe un consenso generalizado, es probable que el nuevo marco legal de desregulación, de aprobarse, no entren en vigencia hasta entrado el año 2018.

Una vez se ponga en práctica el nuevo marco legal, es de esperarse que la flexibilización de la regulación financiera impulse el crédito y la producción en los EUA en el corto plazo. Dado los vínculos existentes entre las economías dominicana y de EUA, se esperaría en principio un efecto positivo en República Dominicana a través de los canales del comercio, el turismo, las

## Página Abierta

*Foro de artículos de opinión de los técnicos del Banco Central de la República Dominicana*

remesas y la inversión. Adicionalmente, un aumento de la oferta de crédito podría incrementar la liquidez en los mercados internacionales, facilitando el acceso a crédito de las economías emergentes.

**No obstante, la experiencia histórica sugiere que a medida que pasa el tiempo un proceso de desregulación podría aumentar los desequilibrios del sistema financiero e incrementar la probabilidad de crisis. En ese sentido, los bancos centrales enfrentarían nuevos retos que requerirían de ajustes en su marco macroprudencial con el objetivo de reducir los riesgos y cumplir con su nuevo rol de promover la estabilidad financiera.** Dada la memoria reciente de la crisis financiera internacional no se puede descartar que los agentes económicos eventualmente corrijan su optimismo y se modere el impacto esperado sobre el crecimiento.

Ante esta posibilidad, los bancos centrales de las economías emergentes deberán estar preparados para reaccionar oportunamente a cambios en el escenario internacional que puedan incrementar la incertidumbre y afectar el balance de riesgos macroeconómicos. En ese sentido, podrían utilizar de manera pro activa sus instrumentos de política monetaria, particularmente la tasa de interés de referencia, para señalar su compromiso de preservar la estabilidad de precios y mantener ancladas las expectativas de los agentes económicos en torno a la meta de inflación.

Es precisamente en este contexto que se enmarca la decisión del BCRD de incrementar su tasa de política monetaria (TPM) de 5.0% a 5.5% en la reunión de octubre pasado. Como se indicó al momento de adoptar la medida, el alza de tasas tuvo un carácter preventivo y tomó en consideración las proyecciones de inflación ante un escenario caracterizado por alzas en las tasas de interés de la FED, mayores precios internacionales de petróleo e incremento en la incertidumbre asociado al proceso electoral de EUA.

La medida de política monetaria del BCRD ha sido considerada apropiada por el FMI. Recientemente una misión de ese organismo multilateral visitó el país para hacer una evaluación de la economía en el marco del Artículo IV de su Convenio Constitutivo. Al final de su visita, indicó en una nota de prensa que “considerando los riesgos al alza en las perspectivas de inflación derivadas de las condiciones financieras mundiales, la política monetaria se ha inclinado adecuadamente hacia la aplicación de medidas más restrictivas”.

Otro activo con el que cuenta la República Dominicana para enfrentar este escenario internacional complejo, es que por más de una década ha preservado un sistema financiero saneado, rentable y patrimonialmente fortalecido. Los niveles actuales de solvencia son superiores a los requeridos por estándares internacionales, mientras que los organismos multilaterales y las agencias calificadoras de riesgos han reconocido que “el sistema financiero dominicano está bien regulado y supervisado”.