

APLICACIÓN DE LAS POLÍTICAS MACROPRUDENCIAL Y MONETARIA: EL CASO DE DOS COMITÉS

Donald Kohn

1. INTRODUCCIÓN

Los responsables de formular la política económica en todo el mundo han aprendido varias lecciones de la crisis financiera mundial (CFM) sobre la necesidad de un conjunto de instrumentos de política que evite la próxima crisis financiera o que, como mínimo, reduzca de manera considerable el perjuicio de los ciclos financieros para la economía real. Hemos aprendido que la estabilidad económica y de precios a mediano plazo no es suficiente para garantizar la estabilidad financiera y que la ausencia de la estabilidad financiera puede provocar desviaciones radicales y prolongadas de las metas de inflación y del pleno empleo.

Además, la política monetaria no ha tenido la fuerza suficiente para restaurar la estabilidad económica y de precios con rapidez tras haber sido perturbados por una crisis financiera grave. Está claro que se necesitan más cambios para evitar, en primer lugar, que ocurran tales crisis. Las mejoras en la gestión del riesgo institución por institución y en las reservas de capital y liquidez ayudarían, pero observar cada institución por separado no es suficiente para preservar la estabilidad financiera. Las externalidades del comportamiento de las instituciones individuales implican que las

Robert S. Kerr Senior Fellow, Brookings Institution, y miembro externo del Comité de Política Financiera del Banco de Inglaterra. Traduce y publica el CEMLA con la debida autorización la intervención en la 59ª Conferencia Económica sobre Política Monetaria Macroprudencial, del Banco de la Reserva Federal de Boston, el 2 de octubre de 2015, disponible en <<http://www.brookings.edu/research/speeches/2015/10/02-implementing-macroprudential-policies-kohn>>. Las opiniones expresadas en este artículo son responsabilidad del autor y no reflejan necesariamente la posición del Banco de Inglaterra ni la de sus colegas del Comité de Política Financiera.

autoridades necesitan contemplar la totalidad del sistema a la vez que idean y aplican regulaciones para tener en cuenta las interacciones y las disminuciones y para amortiguar la proclividad que parece estar naturalmente construida dentro de los mercados financieros y su retroalimentación en la economía.

La política macroprudencial (la perspectiva extra regulatoria que sí tiene en cuenta los efectos sistémicos) había sido una característica de la política de Estados Unidos y de muchas otras economías industriales en los años cincuenta, sesenta y setenta y continuó siendo un aspecto clave de los enfoques regulatorios de muchas economías de mercados emergentes en los años dos mil. Sin embargo, cayó de la gracia en la mayoría de las economías con mercados financieros abiertos y muy desarrollados porque se percibió que los mercados habían mejorado en la distribución y diversificación de los riesgos y porque estos estaban socavando la eficacia de la regulación al proveer de más rutas para el arbitraje regulatorio.

Ahora, a raíz de la CFM, la regulación macroprudencial ha resurgido en las economías avanzadas, más que nada como el acabado macroprudencial de las herramientas microprudenciales estándar (tales como los requerimientos de capital y de liquidez aplicados a un rango más amplio de instituciones que se consideran de importancia sistémica) pero también con cambios en las estructuras de

mercado (por ejemplo, la compensación central de derivados).

Pero de aquí surgen dos tipos de políticas financieras con un enfoque macro: las políticas macroprudenciales y las monetarias. Ambas comparten un objetivo último: preservar la estabilidad económica para maximizar el crecimiento sostenido a largo plazo. Asimismo, estos dos tipos de políticas interactúan de varias maneras importantes. Esto ha planteado preguntas sobre cuándo y cómo debería usarse cada conjunto de herramientas de política, quién debería manejar los hilos macroprudenciales y, si más de uno está a cargo, cómo deberían interactuar ambas autoridades. Aquello en lo que se concentra cada conjunto de herramientas es importante para mi conclusión sobre la gestión de gobierno y por eso lo mencionaré, pero el foco será la estructura de la gestión de gobierno con especial referencia a Estados Unidos y a la Reserva Federal. ¿Deberían el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC, por sus siglas en inglés) o la Junta de Gobernadores tener autoridad sobre la política macroprudencial? Sacaré algunas conclusiones sobre la manera en que la formulación de políticas podría estructurarse desde el Reino Unido, donde soy miembro externo de la autoridad macroprudencial: el Comité de Políticas Financieras. También señalaré las deficiencias que veo en la estructura de la política macroprudencial en EUA más allá de la Reserva Federal.

2. POLÍTICAS MACROPRUDENCIALES Y MONETARIAS

Las políticas macroprudenciales y monetarias interactúan de modos complejos ya que procuran contribuir al crecimiento sostenido y se preocupan de sus efectos en la situación financiera.

La política monetaria actúa, sobre todo, al influir en el nivel real y previsto de las tasas de interés a corto plazo y, en el caso de las compras de valores, al afectar las primas a plazo más largo. Los cambios en las tasas de

interés previstas repercuten mediante los precios de los activos y los tipos de cambio de divisas. La política monetaria contribuye al crecimiento sostenido, sobre todo manteniendo una estabilidad razonable de los niveles de precios promedio a lo largo del tiempo y mediante el retorno de la economía a su nivel sostenible de producción lo más rápido posible, congruente con el imperativo a plazo más largo de estabilidad de precios cuando haya que elegir.

La política macroprudencial se utiliza principalmente para crear la resiliencia del sistema financiero, la capacidad tanto de los prestatarios como de los prestamistas de soportar los choques. La resiliencia reduce las probabilidades de que los efectos sobre la economía por una desaceleración de los precios de los activos, o un aumento en los

problemas relativos a créditos, se amplifiquen por una falla en la intermediación. La política macroprudencial también puede afectar los precios de los activos al moderar la reactivación y la desaceleración. Las herramientas que utiliza a tal fin (ajustes en los requerimientos de capital y liquidez, cambios en la estructura de algunos mercados y, en algunos países, alteraciones en las condiciones de préstamos) afectan el costo de la intermediación y la disponibilidad de crédito.

Dado que ambas pueden influir en el costo del crédito, los instrumentos utilizados por cada política pueden tener efectos importantes en la configuración de los instrumentos apropiados que la otra política debe adoptar para alcanzar sus objetivos. Por ejemplo, la toma de riesgo agregada y una mayor disponibilidad de crédito es un canal importante para que la política monetaria laxa haga que la economía recupere su potencial y alcance la meta de inflación. Sin embargo, la política monetaria excesivamente expansiva puede incrementar los riesgos para la estabilidad financiera al fomentar el apalancamiento y el desfase de vencimientos que podrían ser peligrosos cuando las tasas suben y las

ganancias de capital se esfuman, o al inducir una *búsqueda de rendimiento* en la cual los prestamistas e inversionistas no consideran de manera adecuada los potenciales incumplimientos de pagos cuando las tasas, en algún momento en el futuro, aumenten y la economía se desacelere. La política macroprudencial debe actuar para garantizar que

el sector financiero tenga resiliencia ante el efecto en la liquidación de estas posiciones y en los precios (que el sector pueda continuar proviendo sus servicios esenciales de intermediación, gestión de riesgos y pagos).

De manera similar, los efectos de la política macroprudencial en los costos de intermediación pueden afectar los incentivos para obtener préstamos y gastar, y por ende, el nivel de demanda agregada en com-

paración con la oferta potencial y las perspectivas de inflación que la política monetaria debe tener en cuenta. Por ejemplo, la intensificación de la regulación financiera luego de la CFM para reconstruir la protección para la estabilidad financiera y reducir la prociclicidad del sector financiero ha contribuido, probablemente, a una mayor disminución de las tasas de interés de equilibrio. Esto, a su vez, llevó a que la política monetaria tuviera que seguir siendo más expansiva que lo habitual por más tiempo a fin de promover un retorno al máximo empleo y a las metas de inflación del dos por ciento.

La política macroprudencial se utiliza principalmente para crear la resiliencia del sistema financiero

3. EL ENFOQUE DE LOS DOS COMITÉS

A pesar de las interacciones y relaciones cercanas entre la política monetaria y la macroprudencial, se esgrimen varios argumentos a favor de separar la responsabilidad principal de cada una en dos comités diferentes. En pocas palabras, a pesar de que comparten un objetivo a muy largo plazo de crecimiento sostenido a su potencial, tratan de alcanzarlo de maneras muy diferentes, con instrumentos muy diferentes y mediante metas *intermedias* muy distintas.

La política macroprudencial trata de identificar los riesgos de eventos extraordinarios y las externalidades que los mercados no valúan de manera apropiada y que pueden derivar en contagios y diseminaciones, lo que representa un riesgo importante para el sistema financiero y mayores costos para la economía que para los participantes de mercados individuales. El foco de la política macroprudencial estará en el ciclo financiero, que puede tener una periodicidad diferente del ciclo económico. Los riesgos financieros pueden acumularse durante periodos mucho más largos a lo largo de varios ciclos económicos. La autocomplacencia de los participantes del mercado privado y sus reguladores que llevaron a la infraestimación del riesgo a la estabilidad financiera en los años previos a 2007 se acumuló durante numerosos decenios de la Gran Moderación. Las acciones de política macroprudencial que internalizan estas externalidades y que ponen un peso adicional en los riesgos de eventos extraordinarios exigen mayores costos de intermediación. Las acciones pueden concentrarse, y a menudo lo hacen, en intermediarios particulares o en segmentos del mercado donde parecen originarse los riesgos para la estabilidad financiera (por ejemplo, el incremento de los reservas de capital y liquidez para los bancos, la imposición de márgenes a lo largo del ciclo para transacciones de valores o las restricciones a las actividades intermediarias o a los plazos del crédito para determinados tipos de préstamos).

La política monetaria, en cambio, se concentra en la estabilidad económica y de precios, sobre todo en la frecuencia del ciclo económico. Le interesan, más que nada, los resultados más probables para la economía y los precios. Si bien la *gestión del riesgo* puede ser importante cuando ciertos resultados se consideran desproporcionadamente costosos, es el riesgo de los resultados macroeconómicos amplios el que se tiene en cuenta más que el riesgo de eventos extraordinarios en mercados financieros específicos. Sus herramientas (las tasas de interés real y prevista y el balance general del banco central), en general, trabajan de manera muy amplia a través de los mercados financieros en la economía.

Sin lugar a dudas, la política monetaria se podría utilizar para *ir a contracorriente* de las amenazas emergentes a la estabilidad financiera, como

algunos han afirmado que debería ser.¹ Desde este punto de vista, la política monetaria debería considerar con frecuencia si necesita evitar o demorar el regreso a los objetivos de mediano plazo para la inflación y el empleo a fin de salvaguardar la estabilidad a más largo plazo, y muchos de estos analistas esperarían que el argumento de la estabilidad financiera a menudo tenga un efecto significativo en la política monetaria. Sólo de esta manera las autoridades pueden tener la seguridad de que evitan las inestabilidades financieras que apartarían a la economía del crecimiento sostenido y de la inflación cercana a la meta a largo plazo.

Este argumento se basa en dos premisas. Una es que la configuración de las políticas monetarias puede tener efectos significativos en los ciclos financieros (mediante la creación de burbujas y desequilibrios cuando la política es laxa y la prevención de que crezcan tales riesgos, cualquiera sea su origen, si la política es más restrictiva). La segunda es que las políticas microprudenciales y macroprudenciales no tienen por sí solas suficiente fuerza para contener o prevenir la acumulación de riesgos o para evitar las crisis financieras perturbadoras. En concreto, estas políticas pueden hacer que los bancos y otros intermediarios muy regulados tengan mayor capacidad de recuperación pero serán débiles para atajar las burbujas y los desequilibrios en los mercados de valores y en entidades con menor regulación. Al modificar de manera bastante amplia los incentivos para asumir riesgos, el cambio en las tasas de interés es eficaz para preservar la estabilidad financiera, en parte debido a que *se filtra por todas las grietas*.²

Sin embargo, la política monetaria es un instrumento burdo, que opera a través de múltiples canales mientras que muchos riesgos para la estabilidad financiera se concentran en mercados y tipos específicos de obtención y otorgamiento de préstamos (el mercado de inmuebles para vivienda y el crédito hipotecario serían un ejemplo perfecto). Además,

los efectos de los cambios en la configuración de la política monetaria en los riesgos para la estabilidad financiera, que surgen de la incorrecta fijación de precios de los activos, el apalancamiento y el descalce de vencimientos, no están claros y podrían ser muy pequeños. En consecuencia, el uso de la política monetaria para lidiar con las amenazas para la estabilidad financiera bien podría implicar costos importantes. La autoridad monetaria podría tener la necesidad de alejarse considerablemente o de demorar el regreso a sus metas a mediano plazo relacionadas con el producto y los precios a fin de enfrentar los riesgos para la estabilidad financiera, y el daño colateral para el empleo y la inflación, así como a la credibilidad de su meta de inflación bien podría ser significativo.³

En términos generales, proteger de modo eficaz y eficiente la estabilidad financiera requiere un enfoque diferente y un conjunto de herramientas distinto de los que se necesitan para alcanzar una meta de inflación. Además, parece que, dados los instrumentos disponibles para cada tipo de política, el cálculo de costo-beneficio mantendría la política monetaria centrada en la demanda agregada en comparación con la oferta y la inflación general, mientras que la política macroprudencial se concentraría en reducir las probabilidades de trastornos en el sector financiero que podrían tener repercusiones considerables y perturbadoras en las perspectivas de crecimiento a plazo más largo, con la política monetaria como última línea de defensa en la protección de la estabilidad financiera.⁴

En mi opinión, estas diferencias en el foco de atención, de instrumentos, de objetivos próximos y de eficacia con lo que puede lograr cada conjunto de instrumentos, todas abogan por que estas dos funciones se desempeñen en comités separados.

¹ Stein (2014) and BPI (2015).

² Stein (2013).

³ En Suecia, durante de la recuperación de la CFM el Riksbank impuso una política restrictiva en años recientes para desalentar que las personas se endeudaran, pero los efectos fueron acallados y las consecuencias para lograr su meta de inflación lo suficientemente adversas para paradar marcha atrás (Svensson, 2014, y Milne, 2014).

⁴ Bernanke (2015) y Yellen (2014).

El interés público y la estabilidad macroeconómica tendrán un mejor seguimiento por parte de cada comité si se concentran en cómo utilizar sus herramientas específicas para alcanzar el objetivo principal: la estabilidad de los precios y el pleno empleo sostenido en el caso de los encargados de formular políticas monetarias, y la estabilidad financiera para los responsables de la política macroprudencial. Además, la rendición de cuentas será más fácil de aplicar cuando los representantes electos puedan concentrar el examen de la política monetaria en los mandatos impuestos por ley a mediano plazo para esa política, y el examen de la política macroprudencial en acciones para proteger la estabilidad financiera.

Desde luego, dadas las interacciones y las interdependencias de estas políticas, los miembros de cada comité necesitarán estar extraordinariamente informados sobre las políticas del otro, lo que requerirá una comprensión profunda de sus estrategias, sus intenciones, su lógica y los efectos previstos. Este grado de comprensión se puede alcanzar por medio de la comunicación entre los comités y mediante los miembros que pertenezcan a ambos.

La necesidad de acuerdos o arreglos cooperativos formales entre los dos comités será infrecuente. En general, es probable que la política macroprudencial trabaje más lentamente y con rezagos más largos que la política monetaria. Incluso las políticas macroprudenciales anticíclicas, como los cambios en los reservas de capital anticíclicas (CCB, por sus siglas en inglés), pueden surtir efecto al cabo de algunos meses (12 meses para los CCB en condiciones normales⁵) aunque las expectativas del mercado y las acciones preparatorias de las

instituciones afectadas pueden adelantar parte del efecto. En cambio, las modificaciones efectivas o previstas en la configuración de la política monetaria posiblemente tengan efectos más inmediatos en la situación financiera. Además, es probable que las consideraciones en torno a las acciones de política macroprudencial se hagan más esporádicamente en comparación con la frecuencia de una

vez al mes u ocho veces al año que tiene la política monetaria en la mayoría de las jurisdicciones.

La política monetaria debería ser capaz de ajustarse a los cambios efectivos y previstos en la política macroprudencial, por ejemplo, reduciendo la trayectoria de su tasa de interés al punto de que se prevea que la política macroprudencial más restrictiva subirá los costos de intermediación lo suficiente como para afectar el equilibrio de la demanda agregada y la oferta potencial.

En este sentido, trataría a la política macroprudencial de manera análoga a la forma en que la política monetaria tiene en cuenta la evolución probable de la política fiscal. Del mismo modo, la política macroprudencial debería ser capaz de considerar la manera en que la trayectoria prevista para la política monetaria podría afectar los riesgos a la estabilidad financiera.

La política monetaria debería ser capaz de ajustarse a los cambios efectivos y previstos en la política macroprudencial, por ejemplo, reduciendo la trayectoria de su tasa de interés

⁵ Banco de los Pagos Internacionales (2011).

En la Reserva Federal, la separación de los comités implica que la Junta de Gobernadores debe conservar el control de la política macroprudencial ya que el FOMC se ocupa de la política monetaria. Desde luego que la mayoría de la Junta es (supuestamente) del FOMC, pero cuando se reúnen como Junta debería resultarles más fácil mantener separados los focos de atención como creo que se necesita. La coincidencia en los miembros y la comunicación de los integrantes de la Junta con otros miembros del FOMC que, como presidentes de los bancos de reserva, ya tienen amplio interés y conocimiento sobre el sector financiero y cuestiones regulatorias, deberían velar por el entendimiento mutuo.

La estructura de la gobernanza de los bancos de la reserva refuerza las razones de la Reserva Federal para mantener la política macroprudencial en la Junta y separada del FOMC. En gran medida, la política macroprudencial abarca el uso de instrumentos microprudenciales, como requerimiento de capital de los bancos, para internalizar las externalidades y evitar los riesgos de caídas. Estas políticas pueden tener efectos fundamentales en los modelos de negocios y la rentabilidad de los bancos y otros intermediarios financieros. Los bancos de la reserva pertenecen a bancos de sus distritos, que eligen seis de los nueve miembros de las juntas directivas, tres de los cuales son banqueros; no es el caso de los otros seis, pero estos pueden estar vinculados a otras partes del sistema financiero. Hacer que los presidentes voten sobre un aspecto de la configuración de la regulación bien podría implicar un cambio en la ley. En este preciso momento, la Ley de la Reserva Federal ubica la responsabilidad primordial de supervisión y regulación de los bancos en la Junta de Gobernadores a pesar de que, en la práctica, los bancos de la reserva realizan la supervisión de los bancos y la Reserva Federal de Nueva York desempeña un papel importante en la vigilancia de los mercados financieros mediante su responsabilidad de mantener los mercados en buen funcionamiento, y en la aplicación de la política monetaria formulada por el FOMC.

Hay normas estrictas que prohíben la participación de los directores en la supervisión y regulación, y que controlan rigurosamente los conflictos de intereses. Esas normas también podrían incluir la regulación macroprudencial. De todas formas, los directores que no representan ningún banco eligen al presidente, quien informa a toda la junta con respecto al funcionamiento del banco. Una de las obligaciones de los directores, según la Ley, es proporcionar elementos para las decisiones de política monetaria. Informan sobre la situación de la economía para aportar al análisis del presidente del banco de la reserva sobre la economía y la política, y votan recomendaciones sobre la tasa de descuento para la Junta de Gobernadores. En particular, si las políticas monetarias y macroprudenciales

se entrelazaran en un solo comité (el FOMC), sería muy difícil evitar que la regulación se vuelva un tema de debate importante en las reuniones de los directores. Como mínimo, la percepción sería terrible debido a la estructura de la gestión de gobierno. Además, crecería la preocupación sobre la influencia de los banqueros y los particulares interesados en la regulación, lo cual es lógico desde mi punto de vista.

La decisión del FOMC de usar sus herramientas de balance general con fines macroprudenciales, así como para la política monetaria, podría complicar la operación de una estructura de dos comités, pero no socavaría su eficacia y fundamento básicos. El FOMC ha anunciado sus intenciones de volver la aplicación de política a las normas y técnicas usadas antes de la crisis y antes de la adopción de medidas no convencionales de política. Estas incluyen básicamente permitir que se achique el balance general al mínimo necesario para controlar la tasa de fondos federales, esto es, reducir los activos lo suficiente como para que el exceso de reservas vuelva a niveles friccionales. Este nivel más bajo de activos limitaría el alcance del uso del tamaño y la composición de los activos de la Reserva Federal con otros fines.

Sin embargo, algunos observadores han sugerido que el Comité retenga un voluminoso balance general y lo use al menos en parte para promover la estabilidad financiera.⁶ Más relevante, harían que la Reserva Federal mantuviera la cantidad suficiente de activos como para poder comprometerse potencialmente con un gran volumen de repos inversos a corto plazo con el sector privado no bancario. En efecto, la Reserva Federal estaría ofreciendo activos líquidos y seguros, préstamos de la Reserva Federal garantizados con títulos del Tesoro, a fondos de dinero, a GSE, a operadores y quizás a algunos otros inversionistas del sector privado. En los años que desembocaron en la crisis, la demanda de activos líquidos seguros había inducido al sector privado a producirlos; estos

activos resultaron no tan seguros ni tan líquidos y una fuente de inestabilidad financiera cuando se tomó conciencia de su vulnerabilidad. En esta perspectiva, el tener un gobierno, en este caso la Reserva Federal, que emita este tipo de activos reduciría la emisión del sector privado y mejoraría la estabilidad financiera.⁷ Otros usos posibles del balance general de la Reserva Federal para fines de estabilidad financiera podría incluir el uso de la compraventa de valores con respaldo hipotecario (MBS) a fin de afectar los diferenciales en la tasa de hipoteca y de ajustar el vencimiento de la cartera para influir en el diferencial entre las tasas a corto y largo plazos. Donde se adopten cualquiera de estas técnicas, la cartera de la Reserva Federal se emplearía en aras de la estabilidad financiera junto con las herramientas macroprudenciales que dependen principalmente de los ajustes a las herramientas microprudenciales.

Como se señala, actualmente el FOMC aparentemente no intenta involucrarse en ninguna de estas actividades. El FOMC ha sido renuente a permanecer como parte relevante del proceso de intermediación como estaría implícito en una combinación de cartera grande /RRP y está preocupado por cómo su involucramiento se manifiesta en la adjudicación de crédito como se implica en las compraventas de MBS; y parece haberse sentido más cómodo usando los mensajes del banco central sobre la orientación de la política monetaria para influir en las tasas a largo plazo que utilizando virajes u operaciones de expansión monetaria para afectar la prima por inversión a largo plazo.

Si un FOMC futuro cambiara a una gestión de cartera más activa para promover la estabilidad financiera, no debilitaría las razones básicas para una estructura de dos comités con una Junta que retenga el

⁶ Bernanke (2015) y Barnes (2014).

⁷ En efecto, la Reserva Federal estaría alternando la estructura de vencimiento de deuda pendiente del Tesoro en posesión del público, sacando del mercado los títulos a más largo plazo y emitiendo obligaciones a corto plazo (RRP). Un tema distinto es si la Reserva Federal o el Tesoro es el organismo adecuado para tomar decisiones que son esencialmente de gestión de deuda (Greenwood *et al.*, 2014).

uso macroprudencial de las herramientas microprudenciales: la importancia de mantener al FOMC enfocado principalmente en la política monetaria en el contexto del ciclo económico y siendo responsable de lograr su mandato dual, mientras la autoridad separada es responsable principalmente de la estabilidad financiera; y la percepción de que los bancos de la reserva se mantienen alejados de la configuración de la política regulatoria

que podría afectar a los dueños de su banco. Para estar seguros, el uso activo por parte del FOMC de su cartera para fines de estabilidad financiera pondría presión adicional sobre la coordinación y el intercambio de conocimientos entre la Junta y el FOMC, coordinación que ocurrirá en cualquier evento dada la coincidencia de miembros y el involucramiento de los presidentes en la supervisión.

5. INSTRUMENTACIÓN EN EL REINO UNIDO

El Reino Unido está aplicando la estructura de dos comités para la política monetaria y macroprudencial. La política monetaria está bajo el control del Comité de Política Monetaria (MPC, en inglés) del Banco de Inglaterra. A raíz de la crisis financiera mundial, se revisó la estructura de supervisión y regulación. Se establecieron tres nuevas entidades: la Autoridad de Regulación Prudencial (PRA, por sus siglas en inglés) se estableció al amparo del Banco para llevar a cabo la regulación microprudencial de los bancos, las compañías de seguro y de algunas otras entidades; la Autoridad de Conducta Financiera supervisa la conducta en los mercados financieros, incluyendo las interacciones de intermediarios con consumidores así como la conducta dentro de dicho mercado; el Comité de Política Financiera (FPC, por sus siglas en inglés) se creó en el Banco para asumir la responsabilidad de usar la política macroprudencial para proteger la estabilidad del sistema financiero del Reino Unido, trabajando dentro de un área amplia del Banco, para “proteger y mejorar la estabilidad del sistema financiero del Reino Unido”.

Soy uno de los cuatro miembros externos (esto es, no soy funcionario del Banco) que integran el FPC. Además, tenemos cinco miembros internos, tres también pertenecen al MPC y tres al PRA; el director de la FCA; y un miembro sin voto del Tesoro.⁸ El objetivo principal de la FPC es “identificar, vigilar y tomar medidas para eliminar o reducir los riesgos sistémicos con objeto de mejorar y proteger la estabilidad en el sistema financiero del Reino Unido”. Sujeto a esto, tenemos que apoyar la política económica del gobierno, incluso sus metas para el crecimiento y el empleo, nuestra meta secundaria.

⁸ Se ha propuesto una legislación que modificaría levemente la cantidad de miembros (HM Treasury, 2015).

La meta primaria del MPC son los precios estables, definida por el gobierno como el 2% de inflación; y sujeto a esto para apoyar la política económica del gobierno, incluyendo el crecimiento y el empleo. Por lo tanto, los dos comités son responsables y deben rendir cuentas por las metas primarias por separado, y por las mismas metas secundarias.

El intercambio de información entre los comités se efectúa por medio de la coincidencia de membradas, y el gobernador de Banco funge como director de ambos comités. El FPC usa los pronósticos macroeconómicos del MPC para considerar los efectos del entorno macroeconómico en la estabilidad financiera; esto fue importante en el mercado de la vivienda, tema al cual volveré más adelante. Ocasionalmente, los dos comités son informados de manera conjunta sobre temas de interés común, por ejemplo temas relacionados con la vivienda.

El FPC puede hacer recomendaciones a cualquier organismo, y tenemos poder de decisión sobre una serie de herramientas macroprudenciales, entre ellas muchas de las que pueden usarse de manera anticíclica: los reservas de capital anticíclicas ponderadas por riesgo y apalancamiento; requerimientos sectoriales de capital en el área de bienes raíces; y la relación de préstamo a valor (LTV) y de préstamo a ingresos (LTI) sobre las hipotecas de viviendas ocupadas por sus dueños.

Los dos comités han tenido un par de interacciones interesantes, las cuales ilustran cómo puede funcionar el sistema de dos comités. Antes, cuando el FPC y el Banco aplicaban estándares de liquidez y de capital más altos, mientras el MPC instaba a acelerar la recuperación, el FPC era cauteloso en asegurar, de la mejor manera posible, que sus acciones para generar capacidad de recuperación no redujeran la disponibilidad al crédito para los hogares y las empresas del Reino Unido. Destacaba en su comunicación con los bancos y con las autoridades macroprudenciales que esperábamos obtener coeficientes de requerimientos de capital más altos al incrementar el capital en el numerador y no disminuyendo los activos en el denominador. Además, el FPC recomendaba que los nuevos

requerimientos de liquidez se introdujeran de modo gradual y que el Banco de Inglaterra otorgara a los bancos líneas de liquidez para una parte de su garantía preventiva en la ventana de descuento del Banco y para que no tuvieran que cambiar de préstamos a activos líquidos.

Cuando el MPC se involucró por primera vez en la orientación de política monetaria sobre la tenencia de carteras de activos y tasas de interés a niveles extraordinarios al menos hasta que se alcanzaran ciertos umbrales macroeconómicos, endilgaron una señal de salida al FPC con estos lineamientos.⁹ Esto es, dijeron que estos lineamientos dejarían de ser ejecutados si el “FPC considera que la postura de política monetaria representa una amenaza significativa para la estabilidad financiera que no puede ser contenida por un conjunto cuantioso de acciones de política de mitigación de las cuales dispone el FPC, la PRA, y la FCA de manera congruente con sus metas”. Como era de esperar, la señal nunca se dio (y ya no es factible ya que la tasa de desempleo ha traspasado su umbral), pero significó que el FPC tuvo que considerar los riesgos de estabilidad de las tasas de interés bajas por mucho tiempo de manera explícita y periódicamente comunicar en concreto sus hallazgos al MPC; estas comunicaciones se publicaron poco tiempo después de la reunión del MPC. Fue un buen ejercicio de disciplina y un buen ejemplo de cómo las acciones y opiniones sobre estabilidad financiera podrían recaer fundamentalmente en la autoridad macroprudencial, mientras que la política monetaria podría seguir siendo convocada como la última línea de defensa.

Finalmente, trabajamos con el MPC para considerar los sucesos en los mercados de la vivienda del Reino Unido en 2013-2014. Los precios de las viviendas en el Reino Unido no cayeron tanto durante la crisis financiera y permanecieron en valores elevados en relación con algunas medidas estándar. En 2013, la inflación en el precio de las viviendas tuvo nuevamente un alza en todo el

⁹ Banco de Inglaterra (2013).

Reino Unido, no sólo en Londres y en el sudeste. Además, las proyecciones realizadas por el MPC, y que pudimos debatir con ellos en el FPC, eran de una subida continua en los precios en escala nacional y a un ritmo más veloz que la inflación general y los ingresos nominales, cuando los coeficientes de deuda de las personas a ingresos ya era alta. Como el FPC, quisimos proteger contra el deterioro de la calidad del crédito y contra la acumulación de deuda a los hogares altamente endeudados, lo que podría amplificar los efectos de un incremento inesperado en las tasas de interés o debilitar el crecimiento del ingreso. Por lo tanto en 2014, trabajamos por medio del FCA para requerir a los prestamistas que apliquen la presión de un incremento en las tasas de interés de tres puntos porcentuales al evaluar la capacidad de un prestatario para rembolsar un préstamo a tasa flotante; y trabajamos por medio de la PRA para limitar los préstamos con un alto LTI

por parte de los bancos y las sociedades constructoras, específicamente no más de un 15% de sus nuevos préstamos deberían tener un LTI de al menos 4-1/2 o más. Como consecuencia de esto, el MPC ha podido continuar concentrándose en lograr su meta de inflación a mediano plazo sin necesidad de dejar de lado los riesgos crecientes a más largo plazo en los mercados de hipotecas residenciales.

El sistema del Reino Unido es nuevo; es un comienzo prometedor, pero su éxito sólo puede ser juzgado con el tiempo. Además, siendo Londres un centro financiero mundial de extrema importancia, el Reino Unido es muy vulnerable a choques que emanen de otros lugares. Estamos muy conscientes de que la estabilidad financiera en el Reino Unido depende en parte de la aplicación exitosa de políticas micro y macroprudenciales en todo el mundo, y en este sentido en particular en Estados Unidos.

6. DEFICIENCIAS ESTRUCTURALES EN LA ORGANIZACIÓN ESTADOUNIDENSE PARA LA POLÍTICA MACROPRUDENCIAL

Desde mi punto de vista, la organización actual de las políticas monetaria y macroprudencial dentro de la Reserva Federal parece correcta. La Junta de Gobernadores está a cargo de la regulación y el FOMC de la política monetaria. Pero hay deficiencias estructurales más profundas y más amplias en el sistema regulatorio de Estados Unidos para la regulación macroprudencial. Mientras más eficaz es la política macroprudencial, menos frecuente la necesidad de activar la última línea de defensa de la política monetaria, y las metas a mediano plazo de estabilidad de precios y máximo empleo se ponen a examen por un tiempo; las deficiencias en la organización y política macroprudenciales de Estados Unidos podrían significar que la última línea de defensa está más cerca de la línea de combate de lo necesario.

Nada deja más claras estas deficiencias que la ambigüedad sobre quién está a cargo y el desajuste entre las percepciones de responsabilidad y autoridad. La idea generalizada es que la Reserva Federal es responsable de la estabilidad financiera. Para reforzar esta idea, la Reserva Federal goza de poderes considerables (algunos adquiridos a través de la Ley

Dodd-Frank) para hacer que el sistema financiero sea resiliente a los choques. Sin embargo, estos poderes se aplican sobre los bancos y las empresas controladoras, además de sobre unos pocos intermediarios no bancarios de importancia sistémica. Y, en su supervisión del sistema bancario, la Reserva Federal debe trabajar con otros dos organismos, si bien retiene considerable autoridad, especialmente para las empresas controladoras. Más allá del sistema bancario, la Reserva Federal puede desempeñar un papel de liderazgo, por ejemplo al abordar temas de banca paralela y de los mercados de títulos y valores, pero debe trabajar con otros organismos y por medio de ellos. Esto es cada vez más importante ante la emigración de la actividad fuera del sistema bancario en respuesta a la tecnología y a los costos de generar capacidad de recuperación dentro del sistema bancario.

En Estados Unidos, la protección de la estabilidad financiera, y en especial la protección mediante políticas macroprudenciales que toman en cuenta las diseminaciones, los contagios en mercados e instituciones, y otras externalidades, depende de la coordinación de un sistema regulatorio fragmentado, balcanizado, sitiado por brechas y superposiciones. Es un sistema en el cual muchos de los organismos carecen de una perspectiva macrofinanciera o macroeconómica y no tienen mandatos de estabilidad financiera. Están, entendible y correctamente en una democracia, enfocados en sus mandatos explícitos conferidos por ley, por ejemplo para la protección de inversionistas y consumidores. Concentran gran parte de su atención en los mercados, los participantes del mercado y en las conductas que tradicionalmente han supervisado, y menos en cómo interactúan esos mercados y conductas con todo el sistema. Su perspectiva limitada se refuerza por el conocimiento y las relaciones que construyen con los jugadores

dentro de su ámbito y por la supervisión del Congreso que se dispersa entre los distintos comités.

La creación de un Consejo de Supervisión de la Estabilidad Financiera (FSOC) ha sido útil para poner a consideración el análisis de riesgos de estabilidad financiera y estimular y coordinan las acciones para lidiar con esos riesgos en los diversos organismos. Pero el FSOC por sí no puede remediar las fallas subyacentes de regulación financiera en EUA. El mismo FSOC no tiene poderes reales más allá de la designación de SIFI y de la formulación de recomendaciones. Además, hay demasiadas instituciones para abordar mucho terreno y cierto terreno, como por ejemplo gran parte de la regulación de seguros, está fuera de cualquier supervisión federal. La membresía del FSOC tiene un interés particular en los responsables de las instituciones, no en las instituciones mismas, con lo cual se limitan las oportunidades de que otros miembros de las Juntas o comisiones adopten medidas para proteger la estabilidad financiera.

La política macroprudencial eficaz podría tener efectos sobre el nivel y la distribución de ganancias del sector privado

Finalmente, es posible que sea conveniente asignar la política macroprudencial a un órgano con cierto grado de independencia de las presiones de política a corto plazo. La política macroprudencial eficaz podría tener efectos sobre el nivel y la distribución de ganancias del sector privado, y requerirá limitar las acciones de los particulares cuando las cosas funcionan bien y no son obvios los requerimientos para proteger el sistema, con el fin de generar capacidad de recuperación. Pero el FSOC está presidido por el secretario del Tesoro y la independencia requerida posiblemente sea mayor a la que encarna un secretario del Tesoro, en especial cuando se acercan las elecciones. Y tener como presidente a un secretario complicaría cualquier acuerdo sobre la división adecuada del trabajo entre la política macroprudencial y la política monetaria.

7. DEFICIENCIAS EN LAS HERRAMIENTAS DISPONIBLES PARA LA REGULACIÓN MACROPRUDENCIAL

Quizás como reflejo de las deficiencias en la gestión de gobierno y en la estructura, Estados Unidos ha estado involucrado principalmente en acciones estructurales macroprudenciales, la mayoría para crear reservas y protecciones permanentes en instituciones de importancia sistémica, más que en herramientas y acciones anticíclicas. Las políticas estructurales pueden ser útiles para proteger la estabilidad y para aumentar el alcance de la política monetaria de modo tal que se enfoque en lograr estabilidad de precios y máximo empleo tan pronto como sea posible. Pero hay límites. Siempre y cuando las políticas estructurales se enfoquen en instituciones ya reguladas, como las empresas controladoras de bancos, ofrecerán incentivos para que la intermediación pase a áreas menos reguladas de los mercados financieros, donde es valiosa la coordinación entre organismos y donde la eficacia de las herramientas para mitigar los riesgos está más en duda. Un poco menos de dependencia en lo estructural y más en la anticiclicidad reduciría estos incentivos para el cambio y dejaría más intermediación sujeta al uso ocasional de herramientas anticíclicas. Y, si se formulan y aplican adecuadamente, pueden ponerse en funcionamiento los requerimientos anticíclicos en un periodo de recesión. Algunos tipos de herramientas anticíclicas podrían enfocarse en plazos y condiciones específicos de préstamo, en cualquier lugar que se ejecuten.

Hasta ahora, la única herramienta explícitamente anticíclica en el repertorio de EUA son las reservas de capital anticíclicas según Basilea III. Además, las pruebas de resistencia están ideadas con una marcada dimensión anticíclica, y los resultados podrían usarse para detectar las interdependencias cambiantes y posiciones relacionadas, así para las vulnerabilidades de las instituciones individuales.

Pero me sorprende en particular la falta de herramientas anticíclicas para el crédito en bienes raíces. Al igual que en otras partes del mundo, los ciclos de bienes raíces han sido uno de los principales impulsores de los ciclos financieros en EUA en los años ochenta y dos mil. La capacidad para incrementar los requerimientos de capital sectorial para bienes raíces ayudaría a crear capacidad de recuperación en la siguiente fase de alza. Y un cuerpo con autoridad macroprudencial necesita ser capaz de imponer límites al LTV y al LTI, no sólo sobre los préstamos en los libros de depósitos, sino también en los préstamos registrados en otras partes, por ejemplo mediante la titulización. No sé si las autoridades hubieran utilizado este tipo de herramientas a mediados de los dos mil, cuando en retrospectiva vemos que hubieran sido tan útiles, y estoy seguro de que, si se hubiesen empleado, la oposición política hubiese sido feroz; no obstante, el hecho de tenerlas y de la expectativa de que serían usadas de manera anticíclica

hubiese obligado a debatir. En el próximo auge de la vivienda, que seguro llegará, la falta de estas herramientas obligará a la política monetaria a responder al alza más que en otras circunstancias, a expensas de puestos de trabajo y poniendo en riesgo la credibilidad de su meta de inflación.

8. ¿QUÉ SE DEBE HACER?

Sin duda, que lo primordial sería la legislación, para consolidar a los organismos y hacer de la estabilidad financiera una parte integral de su jurisdicción y crear un ente regulador macroprudencial con autoridad acorde a su responsabilidad. Este ente regulador debería tener una fuerte presencia en la Reserva Federal, pero no necesita estar dentro de esta. Paul Volcker tuvo algunas ideas interesantes en este sentido.¹⁰ Sin embargo, la historia sugiere que es poco probable que haya en EUA una remodelación profunda del sistema regulatorio.

Aun así, sospecho que podría avanzarse dentro de la actual estructura para reforzar nuestra capacidad de proteger la estabilidad financiera, incluso siendo más anticíclica. Necesitamos hacer un inventario de existencias: dadas las amenazas pasadas y las posibles futuras para la estabilidad financiera, ¿cuáles herramientas tenemos y cuáles son los impedimentos para usarlas de manera más eficaz? El FSOC y la Oficina de Investigación Financiera (Office of Financial Research) identifican los riesgos, pero por lo general son riesgos que los organismos ya han dado pasos para encarar, de origen más estructural que anticíclico. Lo que necesitamos es una evaluación para detectar los huecos en la cobertura y para descubrir cómo se podrían tapar. ¿Qué se puede hacer bajo la actual legislación? ¿Todos los organismos/autoridades relevantes tienen suficiente flexibilidad en sus mandatos como para tener en cuenta la estabilidad financiera? Como queda implícito luego de la exposición anterior, el inventario debería incluir herramientas para responder a los ciclos en el crédito para bienes raíces, tanto comerciales como residenciales. Debería también abordar los mercados de títulos y valores, en especial cuando impliquen apalancamiento o transformación de plazo o de liquidez a medida que el sistema evoluciona en esa dirección.

El ejercicio debería involucrar a todos los organismos pertinentes, y no ser sólo un esfuerzo de la Reserva Federal. Un primer paso concreto para trabajar conjuntamente en pos de la estabilidad financiera sería acordar el intercambio de mayor cantidad de datos entre instituciones.

¹⁰ Volcker Alliance (2015).

Entiendo que se están realizando ejercicios similares para los mercados de valores, transacciones de financiamiento de valores, y otros aspectos de la banca paralela en EUA y en el FSB. Pero estos debates necesitan ser más públicos y ser ubicados en contexto. El debate público y político en EUA sobre la estabilidad financiera se centra casi exclusivamente en las SIFI: ¿los bancos grandes deberían ser desmantelados? ¿Se debería aplicar nuevamente la ley Glass-Steagall? ¿Cuáles son los criterios para ser y permanecer como una SIFI no bancaria? La publicación de un inventario, en especial uno

que señale huecos y deficiencias, ampliaría el debate público y promovería un mejor entendimiento de estos requerimientos para la buena regulación macroprudencial. Entre otras cosas, debería promover la idea de que estas regulaciones podrían hacerse más restrictivas en los buenos tiempos y relajarse en los malos, y que dichas acciones permitirían que los responsables de formular políticas monetarias en el FOMC se concentren en lograr sus metas de máximo empleo y estabilidad de precios lo más rápido posible.

BIBLIOGRAFÍA

- Banco de Inglaterra (2013), *Inflation Report August 2013*, <<http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/inflationreport/2013/ir13augforwardguidance.pdf>>.
- Banco de Pagos Internacionales (2015), *85th Annual Report*, <<http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2015ec.pdf>>.
- Banco de Pagos Internacionales (2011), *Basel III: A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems, December 2010* (revisado en junio de 2011), <<http://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf>>.
- Barnes, Michelle L. (2014), *Let's Talk About It: What Policy Tools Should the Fed "Normally" Use?*, Current Policy Perspectives, núm. 14-12, Banco de la Reserva Federal de Boston, <<https://www.bostonfed.org/economic/current-policy-perspectives/2014/cpp1412.pdf>>.
- Bernanke, Ben S. (2015), "Monetary Policy in the Future", nota de bitácora en <<http://www.brookings.edu/blogs/ben-bernanke/posts/2015/04/15-monetary-policy-in-the-future>>.
- Greenwood, Robin, Samuel G. Hanson, Joshua S. Rudolph y Lawrence H. Summers (2014), *Government Debt Management at the Zero Lower Bound*, Brookings Working Paper, núm. 5, <<http://www.brookings.edu/research/papers/2014/09/30-government-debt-management-zero-lower-bound>>.
- HM Treasury (2015), *Bank of England Bill: Technical Consultation*, <https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/447140/bank_of_england_bill_v3.pdf>.

- Milne, Richard (2014), "Central Banks: Stockholm Syndrome", *Financial Times*, 19 de noviembre, <<http://www.ft.com/cms/s/0/638e830a-6e68-11e4-bffb-00144feabdc0.html#axzz3n1JWrnqy>>
- Stein, Jeremy C. (2013), "Overheating in Credit Markets: Origins, Measurement, and Policy Responses", ponencia presentada en el Restoring Household Financial Stability after the Great Recession, simposio de investigación patrocinado por el Banco de la Reserva Federal de St. Louis, <<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/stein20130207a.htm>>.
- Stein, Jeremy C. (2014), "Incorporating Financial Stability Considerations into a Monetary Policy Framework", ponencia presentada en el International Research Forum on Monetary Policy, Washington, <<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/stein20140321a.htm>>.
- Svensson, Lars E.O. (2014), "Inflation Targeting and Leaning against the Wind", en *Fourteen Years of Inflation Targeting in South Africa and the Challenge of a Changing Mandate*, South Africa Reserve Bank Conference Series 2014, <<http://larseosvensson.se/files/papers/inflation-targeting-and-leaning-against-the-wind-paper-sarb.pdf>>.
- Volcker Alliance (2015), "Reshaping the Financial Regulatory System", <<https://www.volcker-alliance.org/resources/reshaping-financial-regulatory-system>>.