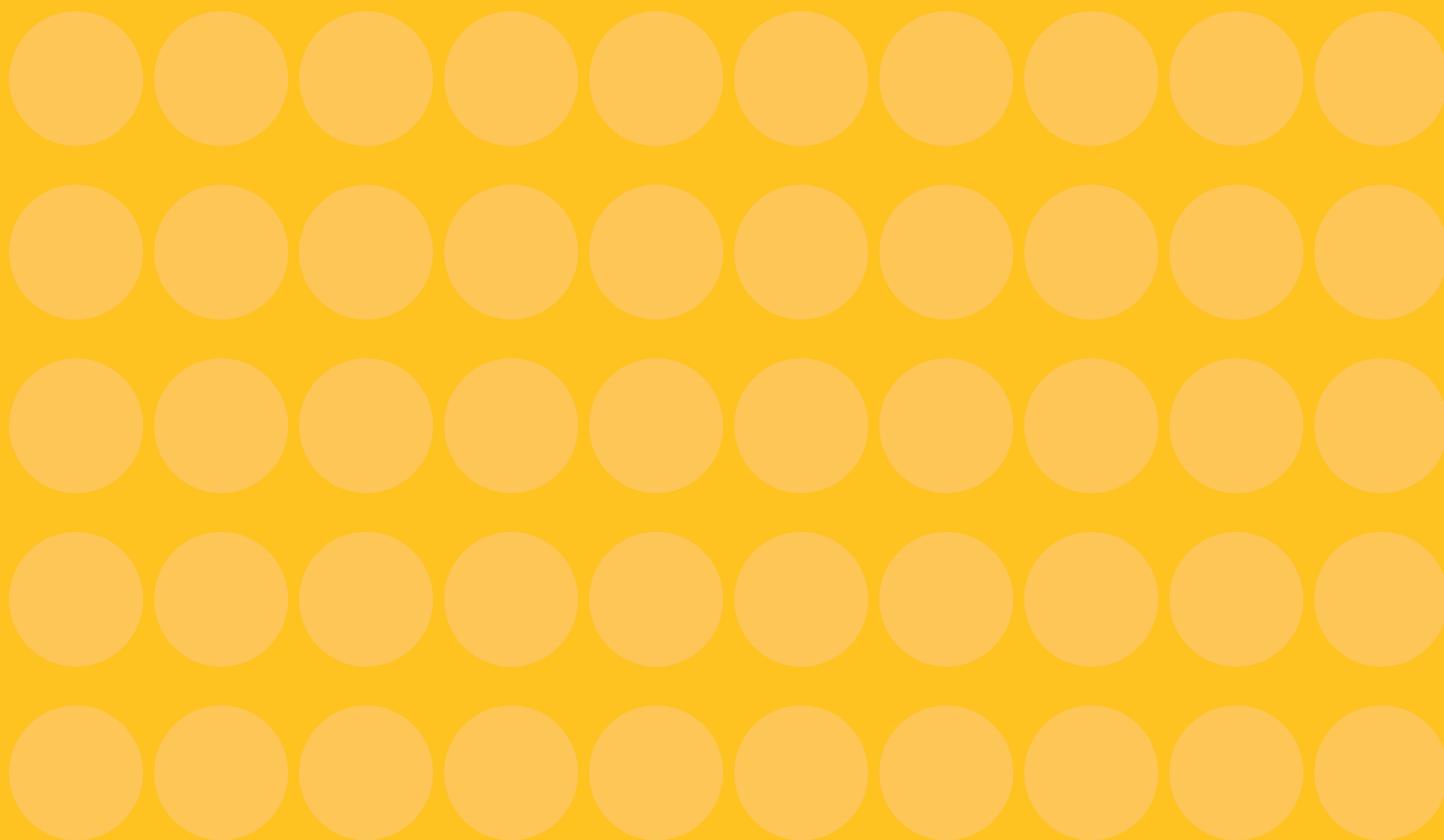


BOLETÍN

Volumen LXI

Número 3, julio-septiembre de 2015



Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos

Boletín

Volumen LXI, número 3,
julio-septiembre de 2015

ASAMBLEA

Bancos centrales asociados (*vox et votum*)
Miembros colaboradores (*vox*)

JUNTA DE GOBIERNO 2015-2017

Presidente

Banco Central de Chile

Miembros

Central Bank of The Bahamas
Banco Central de Bolivia
Banco Central de Costa Rica
Banco de México
Banco Central del Paraguay
Banco Central de Venezuela
Banco de España
Board of Governors
of the Federal Reserve System

COMITÉ EDITORIAL

Fernando Tenjo Galarza
Director general
Dalmir Sergio Louzada
Subdirector general
Fernando Sánchez Cuadros
Reuniones Técnicas de Banca Central
Ana Laura Sibaja Jiménez
Servicios de Información
María José Roa
Investigación Económica

ÍNDICE

135 **Inclusión financiera: implicaciones
para los bancos centrales**

Aaron Mehrotra
James Yetman

151 **La supervisión microprudencial
frente a la macroprudencial**

Paul Tucker

171 **Aplicación de las políticas
macroprudencial y monetaria:
el caso de dos comités**

Donald Kohn

187 **Política monetaria y política
macroprudencial: diferentes y separadas**

Lars E. O. Svensson

Boletín es una publicación del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, Durango núm. 54, colonia Roma, Ciudad de México, 06700. Impresa en los talleres de Master Copy, S. A. de C. V., Calle Plásticos núm. 84, local 2, Ala sur, colonia Industrial Alce Blanco, 53370, Naucalpan de Juárez, Estado de México. 370 ejemplares. ISSN: 0186-7229. *Los trabajos firmados son responsabilidad exclusiva de los autores y no coinciden necesariamente con el criterio del CEMLA.*

INCLUSIÓN FINANCIERA: IMPLICACIONES PARA LOS BANCOS CENTRALES

Aaron Mehrotra
James Yetman

INTRODUCCIÓN

La inclusión financiera, es decir, el acceso a los servicios financieros, varía ampliamente en el mundo. Aun en algunas economías avanzadas, los datos de encuestas sugieren que casi un quinto de los adultos no cuenta con una cuenta bancaria u otra forma de acceso al sector financiero formal (Demirgüç-Kunt y Klapper, 2012). En muchas economías emergentes y en desarrollo, la cantidad de adultos no bancarizados puede alcanzar hasta un 90%. Sin embargo, es probable que la inclusión continúe expandiéndose en los próximos años, respaldada por el desarrollo económico y las iniciativas de la banca central y de otros responsables de políticas. En este artículo, exploramos las implicaciones de esta tendencia para la banca central.

Para los bancos centrales la inclusión financiera es importante por diversas razones. En primer lugar, por el efecto de la inclusión financiera, y del desarrollo financiero en términos más generales, en el crecimiento económico a largo plazo y en la reducción de la pobreza, y por lo tanto para el entorno macroeconómico (ver por ejemplo Burgess y Pande, 2005;

Traduce y publica el CEMLA con la debida autorización, el artículo original “Financial Inclusion – Issues for Central Banks”, publicado en *BIS Quarterly Review*, marzo de 2015, disponible en: <http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1503h.htm>. Los autores agradecen a Steven Kong por su excelente asistencia para la investigación y a Claudio Borio, Raquel Clavería, Karl Cordewener, Dietrich Domanski, Marc Hollanders, Klaus Loeber, Jeff Miller, Frank Packer, Hyun Song Shin, Ju Quan Tan y Christian Upper por sus útiles comentarios. Las opiniones expresadas son propias y no necesariamente reflejan las del BPI. Para correspondencia: <aaron.mehrotra@bis.org>, <james.yetman@bis.org>.

y Levine, 2005). El acceso a los instrumentos financieros apropiados puede hacer que los pobres o los marginados inviertan en activos físicos y en educación, reduciendo la desigualdad y contribuyendo al crecimiento económico.

En segundo lugar, la inclusión financiera conlleva importantes implicaciones para la estabilidad monetaria y financiera, áreas de política que se ubican en el eje mismo de la banca central. Tal como lo destaca el presente artículo, una mayor inclusión financiera cambia significativamente el comportamiento de las empresas y de los consumidores, lo cual influye a su vez en la eficacia de la política monetaria. Por ejemplo, la mayor inclusión debería hacer que las tasas de interés sean más eficaces como herramientas de política y podrían facilitar los esfuerzos de los bancos centrales por mantener la estabilidad de precios. La estabilidad

financiera puede también verse afectada, ya que se altera la composición de ahorristas y prestatarios. Por una parte, una base más amplia de depositantes y una mayor diversificación en el otorgamiento de créditos podrían contribuir a la estabilidad financiera. Por otra parte, el mayor acceso financiero podría incrementar los riesgos financieros si esto es el resultado del rápido crecimiento del crédito o de la expansión de partes relativamente no reguladas del sistema financiero.

En este artículo, primero presentamos formas de medir la inclusión financiera y seguimos con actuaciones de políticas dirigidas a respaldar el acceso a los servicios financieros. Luego, describimos algunas de las implicaciones clave del incremento de la inclusión para la estabilidad monetaria y financiera antes de presentar las conclusiones.

1. ¿CUÁL ES EL NIVEL ACTUAL DE INCLUSIÓN FINANCIERA?

Se han sugerido muchas definiciones de inclusión financiera, basadas en las características que son sintomáticas del amplio acceso a los servicios financieros. Los elementos comunes de estas definiciones son el *acceso universal* a una *amplia gama de servicios financieros* a un *costo razonable* (por ejemplo, Bhaskar, 2013).

Para facilitar el debate, necesitamos ir más allá de las definiciones hacia algo que sea fácilmente cuantificable. En este artículo, consideramos una serie de mediciones.

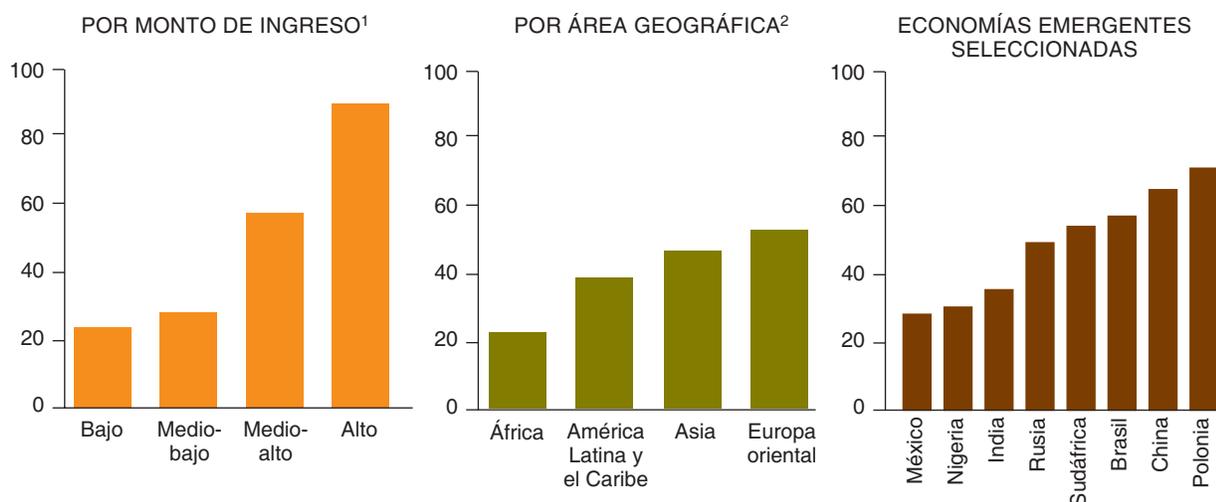
En primer lugar, analicemos a los individuos. Nuestro enfoque primario es la proporción de adultos con acceso al sector financiero formal, de acuerdo con Hannig y Jansen (2010) y Demirgüç-Kunt y Klapper (2013). Evaluamos el acceso a una serie de servicios financieros, entre ellos la titularidad de una cuenta, el ahorro en una institución financiera y el endeudamiento con una de estas.

Se dispone de datos de la encuesta de inclusión financiera en distintos países gracias a la base de datos sobre Inclusión Financiera en el Mundo del Banco Mundial (Global Findex), recopilados mediante la encuesta de hogares en 148 países. En lo que ha sido una estadística ampliamente

Gráfica 1

INDICADORES DE INCLUSIÓN FINANCIERA, 2011

(proporción de adultos que tenían una cuenta en una institución financiera formal, en porcentajes)



¹ Definiciones del Banco Mundial.² Promedio de todos los países de la región ponderado por su población en 2011; basado en las estimaciones de población y las definiciones de las áreas geográficas de la ONU.

Fuentes: ONU; Banco Mundial, Global Financial Inclusion Database; cálculos del BPI.

citada, los datos del Banco Mundial sugieren que en el plano mundial, sólo el 50% de los adultos tenían una cuenta en una institución financiera formal en 2011 (Demirgüç-Kunt y Klapper, 2012).¹

El grado de inclusión financiera varía ampliamente por región y por nivel de ingresos. La proporción de adultos que poseía una cuenta varía de apenas por encima del 20% en promedio en países de bajos ingresos hasta casi un 90% en las economías de altos ingresos (gráfica 1, panel izquierdo). Si nos enfocamos en las regiones geográficas con muchas economías emergentes y en desarrollo, el lugar donde la titularidad de cuentas es más baja es en África, con aproximadamente un 20% de

adultos con inclusión financiera de acuerdo con esta medición (gráfica 1, panel central). Y dentro de las economías de mercado emergentes (EME) más grandes, la encuesta sugiere que menos de un 40% de los adultos son titulares de cuentas en la India, México y Nigeria, mientras que son más de un 60% en China y Polonia (gráfica 1, panel derecho).

Un elemento esencial de la inclusión financiera es el acceso a instrumentos que permitan el ahorro o el endeudamiento o ambos. La proporción de adultos que informaron sobre la tenencia de ahorros en una institución financiera formal durante los 12 meses anteriores a la encuesta es considerablemente mayor en países con ingresos más altos que en las economías de menores ingresos (gráfica 2, panel izquierdo). En contraste, en términos de nuevo endeudamiento, las cifras son más similares en los distintos grupos de ingresos, y no se incrementan al mismo paso que el nivel de ingresos (gráfica 2, panel derecho).

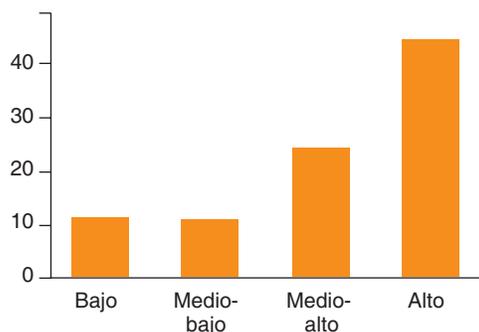
¹ El término institución financiera formal se refiere aquí a un banco, cooperativa de ahorro y crédito, oficina postal o una institución de microfinanciamiento. Esta métrica posiblemente subestime el grado de inclusión financiera en algunas economías, particularmente en África, donde el dinero móvil juega un papel importante (ver por ejemplo, Dittus y Klein, 2011).

Gráfica 2

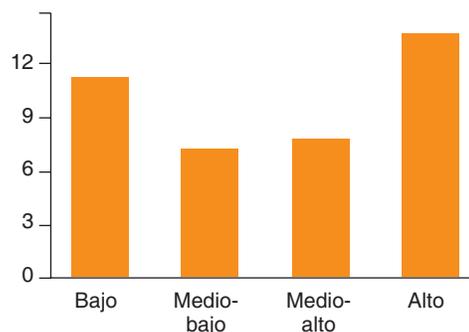
INDICADORES ALTERNATIVOS DE INCLUSIÓN FINANCIERA, 2011

Por nivel de ingreso¹, en porcentajes

PROPORCIÓN DE ADULTOS QUE AHORRARON EN UNA INSTITUCIÓN FINANCIERA FORMAL DURANTE LOS PASADOS 12 MESES



PROPORCIÓN DE ADULTOS QUE TOMARON PRÉSTAMOS DE UNA INSTITUCIÓN FINANCIERA DURANTE LOS PASADOS 12 MESES



¹ Definiciones del Banco Mundial.

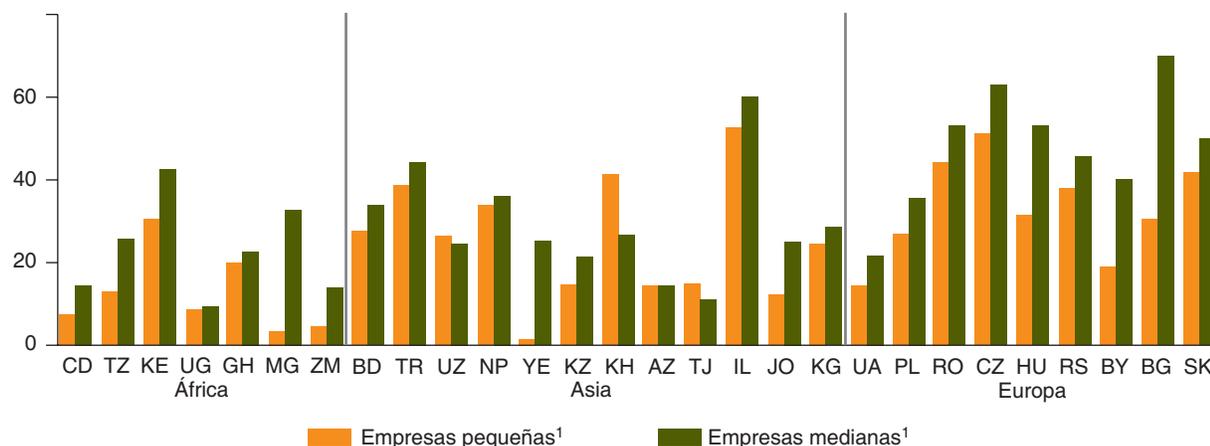
Fuente: Banco Mundial, Global Financial Inclusion Database.

Consideremos a continuación a las empresas. La inclusión financiera es clave para el financiamiento de la producción de las empresas y para la compra de bienes de capital, del mismo modo en que lo es para ayudar a los hogares a estabilizar el consumo. Mediante su Encuesta de Empresas para una serie de países seleccionados, el Banco Mundial compila datos sobre la cantidad de empresas que tienen préstamos o líneas de créditos en instituciones financieras formales. En muchas economías emergentes y en desarrollo, menos del 40% de las empresas medianas y pequeñas tenían un préstamo bancario o una línea de crédito en 2013 (gráfica 3). Existe una tendencia en las empresas de la Europa emergente a gozar de mayor acceso financiero que las empresas en África y Asia. Y, tras analizar a los países en las tres regiones, se observa que la cantidad de empresas pequeñas que tienen acceso al crédito es mucho menor que las de tamaño mediano.

Los datos de la Encuesta de Acceso Financiero del FMI² sugieren que durante el decenio pasado se registró un aumento significativo de la inclusión financiera. En términos de alcance geográfico de los servicios financieros, la cantidad de sucursales de bancos comerciales por cada 100,000 adultos se incrementó de tres a cinco durante 2004-2012 en África, y de 11 a 23 en América Latina y el Caribe (gráfica 4, panel izquierdo). Al mismo tiempo, se incrementó la cantidad de cajeros automáticos por cada 100,000 adultos en Europa del Este (panel del centro). La existencia de más sucursales bancarias o de más cajeros automáticos debería ayudar a mejorar el acceso: según las encuestas una importante barrera para ser titular de una cuenta es el hecho de que los bancos/cajeros estén demasiado lejos (Demirgüç-Kunt y Klapper, 2012). También se ha incrementado el uso de servicios financieros, con un aumento en la cantidad de cuentas de depósito por cada 1,000 adultos de más del 30% en

² Ver <<http://fas.imf.org>>.

Gráfica 3

PROPORCIÓN DE EMPRESAS CON UN PRÉSTAMO BANCARIO O UNA LÍNEA DE CRÉDITO EN 2013^a
 Porcentajes


AZ = Azerbaiyán; BD = Bangladesh; BG = Bulgaria; BY = Bielorrusia; CD = República Democrática del Congo; CZ = República Checa; GH = Ghana; HU = Hungría; IL = Israel; JO = Jordania; KE = Kenia; KG = Kirguistán; KH = Camboya; KZ = Kazajistán; MG = Madagascar; NP = Nepal; PL = Polonia; RO = Rumania; RS = Serbia; SK = Eslovaquia; TJ = Tayikistán; TR = Turquía; TZ = Tanzania; UA = Ucrania; UG = Uganda; UZ = Uzbekistán; YE = Yemen; ZM = Zambia.

^a Muestra de países basada en la disponibilidad de datos y que su población exceda los cinco millones. Definiciones de áreas geográficas de la ONU. Los países de cada área geográfica se presentan según su población, con el más grande a la izquierda, basada en las estimaciones de la población para 2013 de la ONU. ¹ El tamaño de empresa como lo define el Banco Mundial.

Fuentes: ONU; Banco Mundial, Enterprise Surveys.

Colombia y Tailandia y de más del 80% en Argentina y México (gráfica 4, panel derecho).³

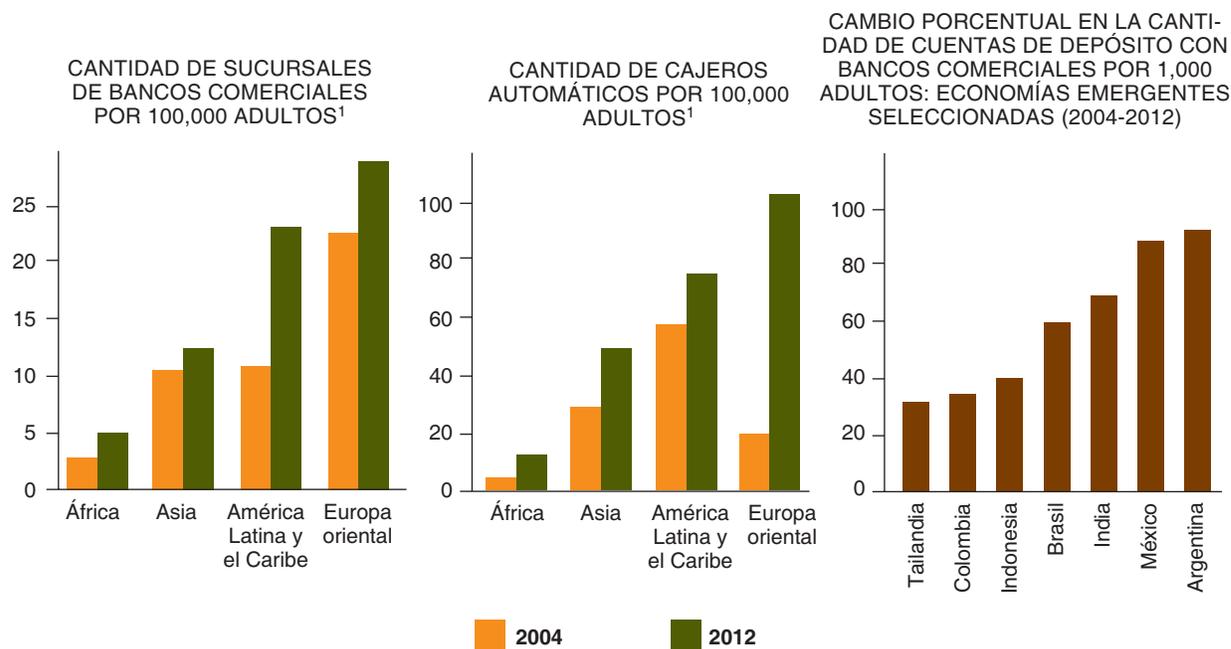
Todos estos datos deben considerarse con cierta cautela. Por ejemplo, la cantidad agregada de cuentas bancarias no coincide con la cantidad de depositantes, ya que algunos individuos podrían ser titulares de múltiples cuentas. Del mismo modo, y como dato relevante para cualquier información sobre la titularidad de cuentas, algunas cuentas podrían estar inactivas (Subbarao, 2012). Además, la cantidad de adultos que informaron nuevo endeudamiento en cualquier periodo determinado podría reflejar en parte un cambio en la demanda

de servicios financieros debido a factores cíclicos más que a un mejor acceso. Y si las nuevas sucursales bancarias o los cajeros automáticos están todos agrupados en determinadas áreas urbanas, poco podrán contribuir para mejorar el acceso financiero en regiones rurales.

³ Es posible que en Argentina este rápido crecimiento refleje en parte la baja cantidad de cuentas existentes en 2004, como legado del congelamiento de las cuentas bancarias en el periodo 2001-2002.

Gráfica 4

INDICADORES DE INCLUSIÓN FINANCIERA, 2004 Y 2012



¹ Promedio ponderado por población del año correspondiente en las áreas geográficas; basado en las estimaciones de la población y las definiciones de áreas geográficas de la ONU.

Fuentes: FMI, *Financial Access Survey*; cálculos del BPI.

2. POLÍTICAS PARA APOYAR LA INCLUSIÓN FINANCIERA

Los formuladores de políticas y los entes reguladores han seguido una serie de pasos para apoyar la inclusión financiera tanto en el plano nacional como internacional. Algunos han intentado también mejorar la educación financiera, mientras que otros se han dedicado a lograr metas numéricas de inclusión.

En muchas jurisdicciones, los entes reguladores han desempeñado un papel central; por ejemplo, el Reserve Bank of India (banco central de la India) ha relajado los requisitos para la apertura de cuentas bancarias, ha recomendado la disponibilidad de cuentas con una cantidad mínima de funciones y ha instado a los bancos a expandir sus redes de sucursales (por ejemplo, Bhaskar, 2013). El Bangko Sentral ng Pilipinas (BSP, banco central de Filipinas) se ha concentrado en garantizar que

el entorno regulatorio apoye la mayor inclusión, especialmente en el área de microfinanzas (BSP, 2013). Y en muchos países latinoamericanos, entre ellos Brasil, Colombia y Perú, se han aprobado regulaciones para los agentes de banca a fin de promover la banca sin sucursales o *branchless banking*, esto es, la prestación de servicios financieros fuera de las sucursales convencionales de los bancos (AFI, 2012).

Los organismos internacionales de reglamentación, entre ellos el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS, por sus siglas en inglés) y el Comité de Pagos e Infraestructuras del Mercado, han abordado los aspectos regulatorios y de supervisión. A modo de ejemplo, la inclusión financiera ha sido la fuerza motriz detrás de la innovación financiera (CPSS, 2012). Dado el gran crecimiento en la variedad de proveedores de servicios y productos, un concepto clave de supervisión es la “proporcionalidad” (la calibración de los enfoques regulatorios y de supervisión de acuerdo con los riesgos para el sistema financiero; BCBS, 2012, 2015). Los nuevos productos financieros podrían adoptarse lentamente y presentar poco riesgo para la estabilidad financiera, al menos inicialmente. La proporcionalidad debería garantizar que los requisitos regulatorios no repriman innecesariamente la innovación financiera en un estadio temprano. Pero si los nuevos servicios logran una importancia de escala y económica que pudiera implicar riesgos

para la estabilidad financiera, se debería ajustar adecuadamente la respuesta regulatoria.

Se están tomando medidas en muchas jurisdicciones para mejorar la educación financiera a medida que son más los hogares que se incorporan al sistema financiero formal. La educación financiera puede ayudar a los consumidores a gestionar sus riesgos financieros garantizando que puedan evaluar mejor su capacidad de gasto, ahorro y endeudamiento, así como elegir servicios financieros adecuados (Zeti, 2005). Por ejemplo, el Bank Negara Malasya (Banco Central de Malasia) tiene un centro interno para brindar información sobre los servicios financieros disponibles para empresas medianas y pequeñas y para el público en general.

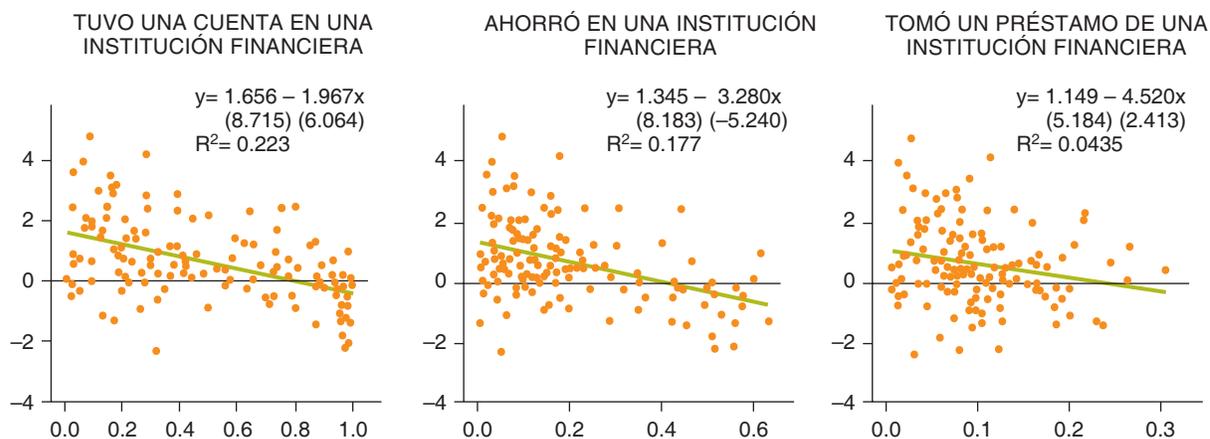
Finalmente, algunos formuladores de políticas nacionales están comprometidos en lograr metas de inclusión financiera. En el plano internacional, más de 60 bancos centrales, más otras instituciones del sector público, de más de 90 países, forman parte de la Alianza para la Inclusión Financiera (AFI, por sus siglas en inglés), una red de aprendizaje administrada por sus integrantes. Algunos han acordado el cumplimiento de metas concretas firmando la Declaración Maya. A modo de ejemplo, el Central Bank of Nigeria (Banco Central de Nigeria) se ha comprometido a reducir la cantidad de población adulta excluida de los servicios financieros de un 46% a un 20% para 2020, con metas específicas adicionales para distintos tipos de servicios clave (AFI, 2014).

3. INCLUSIÓN FINANCIERA Y ESTABILIDAD MONETARIA

El incremento en la inclusión financiera interactúa con la política monetaria de dos maneras. Primero, ayuda a que más consumidores establezcan su consumo en el tiempo. Esto podría potencialmente influir en las decisiones de política monetaria, incluso en qué índices de precios sería apropiado enfocarse. Segundo, fomenta que los consumidores alejen sus ahorros de activos físicos y los destinen a depósitos. Esto

Gráfica 5

COEFICIENTE DE VOLATILIDAD DEL CONSUMO A VOLATILIDAD DEL PRODUCTO E INCLUSIÓN FINANCIERA



Los ejes verticales muestran el coeficiente de la varianza de la primera diferencia del logaritmo del consumo respecto a la varianza de la primera diferencia del logaritmo del producto durante 2000-2012, en logaritmos. Los ejes horizontales muestran la proporción de adultos que tuvieron una cuenta en una institución financiera formal en 2011 (panel izquierdo), la población de adultos que ahorraron dinero (panel central) y la proporción de adultos que tomaron dinero prestado (panel derecho) en una institución financiera formal durante los 12 meses previos. Las cifras entre paréntesis son las medidas estadísticas *t*.

Fuentes: FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*, Banco Mundial, Global Financial Inclusion Database; cálculos de los autores.

podría tener implicaciones para las operaciones de política monetaria y para el papel de las metas intermedias de política.

La inclusión financiera facilita la *estabilización del consumo*, ya que los hogares son capaces de ajustar sus ahorros y endeudamiento en respuesta a los cambios de la tasa de interés y de acontecimientos económicos inesperados. Sin duda, aun con acceso limitado a las instituciones financieras formales, hay muchas maneras en las que las personas excluidas financieramente pueden estabilizar su consumo. Podrían ahorrar en forma de joyas o de otros activos no financieros. Los campesinos excluidos financieramente pueden comerciar ganado u otro activo que genere ingresos (por ejemplo, Rosenzweig y Wolpin, 1993) o pueden ajustar cuánto trabajan en respuesta a los choques (por ejemplo, Jayachandran, 2006). En cuanto al endeudamiento, los amigos y la familia pueden actuar

como importantes prestatarios en lugar de los bancos (por ejemplo, Banerjee y Duflo, 2007).

Aun así, el acceso al sistema financiero formal facilita la estabilización del consumo. Coincidente con esta visión, hay pruebas de que, en 130 economías, el crecimiento del consumo agregado es menos volátil con respecto al crecimiento del producto en países donde es mayor la proporción de consumidores con inclusión financiera (gráfica 5). Este resultado es congruente con las tres medidas de inclusión financiera diferentes que consideramos, y es altamente significativo desde el punto de vista estadístico, especialmente cuando medimos la inclusión en función de la titularidad de cuentas o del ahorro en una institución financiera formal.⁴

⁴ Las regresiones que se muestran en la gráfica 5 abordan la inclusión financiera como si fuera el factor detonante (*exógeno*). En la medida en que la inclusión financiera sea una opción para los consumidores, esta podría sesgar los resultados de la estimación. Por ejemplo, si los consumidores en

Los límites en la capacidad para estabilizar el consumo debido a la exclusión financiera afectan a la política monetaria en tres dimensiones. La primera tiene que ver con el tamaño de la respuesta de la tasa de interés ante los choques. Un resultado a partir de esta línea de investigación es que, mientras mayor sea la proporción de hogares financieramente excluidos, más fuerte es la respuesta de política requerida para estabilizar la demanda agregada y la inflación después de un choque (por ejemplo, Galí *et al.*, 2004). Dicho esto, como siempre, este resultado es sensible a los supuestos sobre cómo funciona la economía (por ejemplo, Bilbiie, 2008; y Colciago, 2011).

La segunda dimensión se relaciona con la alternativa entre la volatilidad del producto y de la inflación. Mehrotra y Yetman (2014) muestran que, a medida que se incrementa la inclusión financiera, la relación entre volatilidad del producto y volatilidad de la inflación debería también aumentar si el banco central se preocupa por ambas y establece una política monetaria que optimice su compensación. La intuición detrás de este resultado es que los consumidores financieramente incluidos están en mejores condiciones que los financieramente excluidos para ajustar sus decisiones de ahorro y de inversión y así aislar parcialmente su consumo de la volatilidad del producto. De esta manera, a medida que aumenta el grado de inclusión financiera, los bancos centrales pueden enfocarse más en la estabilización de la inflación.⁵

algunos países valoran el consumo estable más que los consumidores en otros países, podrían estar más dispuestos a usar servicios financieros y llevar a cabo otras acciones para reducir la volatilidad. Entonces los resultados de la regresión van a sobrevalorar el efecto de la inclusión financiera sobre la volatilidad del consumo.

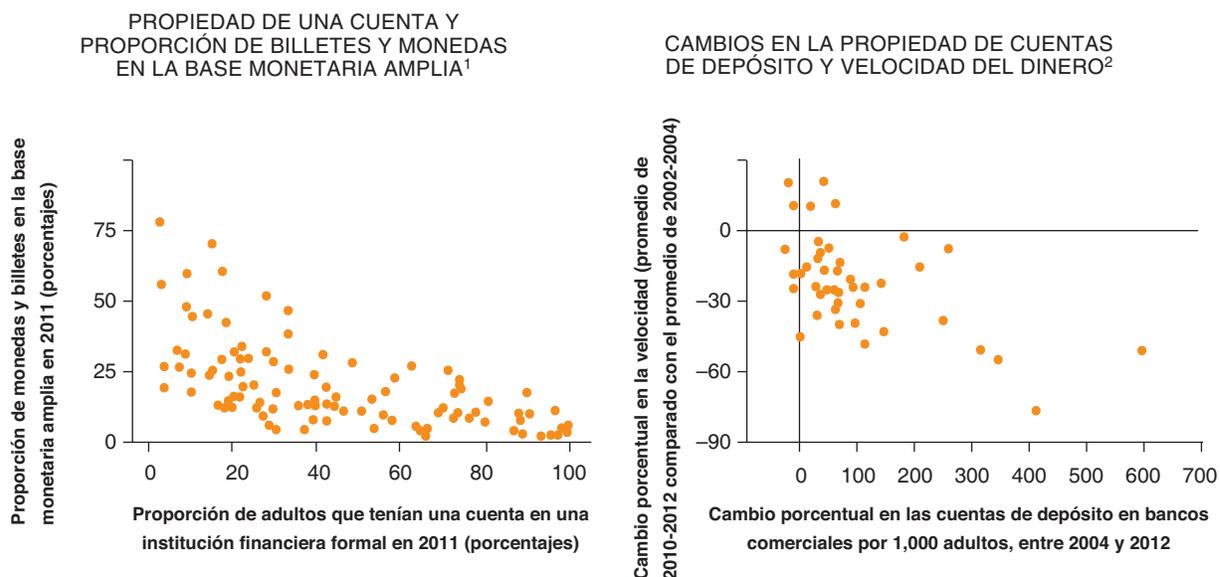
⁵ Para evaluar la implicación clave de nuestro modelo, de que la relación entre la volatilidad del producto y la volatilidad de la inflación aumenta con el nivel de inclusión financiera si la política monetaria se fija óptimamente, utilizamos datos de más de 130 economías. Hallamos respaldo para las predicciones del modelo. Estas están impulsadas principalmente por datos de las economías donde los bancos centrales tienen un alto grado de autonomía de política monetaria, supuestamente aquellas que son más proclives a fijar su política óptimamente.

La tercera dimensión por la cual la inclusión financiera puede afectar la política monetaria es la opción del índice de precios usado para definir el objetivo de inflación. En algunas economías, los bancos centrales prestan atención a la *inflación subyacente*, una medida de los cambios de los precios que excluye los componentes más volátiles de los precios al consumidor (generalmente alimentos y energía). Anand y Prasad (2012) argumentan que las medidas de inflación que excluyen los precios de los alimentos podrían ser una guía vaga para la política monetaria en economías con bajos grados de inclusión financiera. En parte, esto se debe a que la inclusión financiera es a menudo más baja en las áreas rurales, que dependen de la agricultura, donde los productos alimenticios representan la fuente principal de ingresos. Cuando aumenta el precio de los alimentos, los hogares rurales carentes de acceso al sector financiero no ahorran el ingreso extra sino que incrementan el consumo. Esto lleva a mayor demanda agregada y a presiones inflacionarias. Y cuando caen los precios de los alimentos, el proceso funciona en reversa. En este tipo de economía, donde los productores de alimentos están excluidos financieramente, podría ser difícil para el banco central estabilizar la inflación general (y de manera más amplia la macroeconomía) si se desdeña el precio de los alimentos. Por ello, las razones para enfocarse en la inflación general podrían ser más fuertes, en tanto menor sea el grado de inclusión financiera.⁶

La mayor inclusión financiera también refuerza las razones para usar las tasas de interés como una herramienta primaria de política. Cuando la inclusión financiera es baja, gran parte del acervo de dinero generalmente está representado por el dinero en circulación, y muchos hogares ahorran en efectivo que se guarda *debajo del colchón*. A

⁶ Los bancos centrales podrían desear enfocarse en la inflación anunciada también por otras razones. Por ejemplo, los precios de los alimentos y de la energía podrían aumentar más rápidamente que otros precios por periodos prolongados, creando retos de comunicación si el banco central elige preterirlos al fijar su política.

INCLUSIÓN FINANCIERA Y MASA MONETARIA



¹ Proporción de billetes y monedas en la masa monetaria amplia se define como los billetes y monedas en circulación/dinero en sentido amplio. ² La velocidad del dinero se define como el PIB nominal/dinero en sentido amplio.

Fuentes: FMI, International Financial Statistics, Perspectivas de la Economía Mundial, *Financial Access Survey*; Banco Mundial, Global Financial Inclusion Database; cálculos del BPI.

medida que aumenta la inclusión, es probable que una mayor parte del dinero circulante esté constituida por los intereses que generan los depósitos bancarios. La gráfica 6 (panel izquierdo) ilustra este punto para una muestra representativa de 101 economías. Dado que las recompensas que generan el ahorro (y el costo de endeudamiento) se ven afectadas por las tasas de interés, el aumento en el acceso financiero implica que una parte mayor de la actividad económica quede bajo la influencia de las tasas de interés, volviéndolas una herramienta más potente para los formuladores de políticas (Khan, 2011; Tombini, 2012).

Dicho lo anterior, los formuladores de políticas deberían ser conscientes de estos cambios en la composición del dinero, especialmente cuando usan agregados monetarios como meta intermedia de política. La utilización de agregados monetarios de esta manera depende de una relación estable entre ellos y el PIB. La idea básica es que

una cantidad dada de dinero se traduce en un nivel predecible de gasto nominal, y por lo tanto de presión inflacionaria. En la práctica, la relación del PIB a dinero (o la *velocidad del dinero*) puede cambiar con el tiempo. Pero los incrementos en la inclusión financiera podrían ampliar estos cambios, ya que aumenta la proporción de depósitos bancarios a costa del dinero. La gráfica 6 (panel derecho) muestra que los aumentos más grandes en la inclusión financiera se asocian con caídas mayores en la velocidad del dinero. Atingi-Ego (2013) da cuenta de ello con los ejemplos de Kenia, donde el crecimiento de los pagos móviles ha desempeñado un papel clave para estimular la inclusión, y de Uganda, donde ha sido notable la expansión de las cooperativas de microfinanciamiento y de ahorro, como así también de crédito. En ambos países, el aumento de la inclusión financiera ha coincidido con bajas en la participación del dinero en la base monetaria y también en la velocidad del dinero.

El incremento del acceso financiero altera la composición de los ahorristas o prestatarios en la economía, sean estos individuos o empresas. Estos cambios en la composición podrían respaldar la diversificación del crédito y por lo tanto la estabilidad financiera. Pero si las instituciones financieras se expanden demasiado rápido, especialmente hacia áreas desconocidas, podrían aumentar los riesgos financieros.

Hay diversas razones por las cuales la inclusión financiera podría respaldar la función del banco central como protector de la estabilidad financiera. En primer lugar, los consumidores que logran acceso al sistema financiero formal posiblemente incrementen los ahorros agregados y diversifiquen la base de depositantes de los bancos. Cualquier incremento de los ahorros tiene el potencial de mejorar la resiliencia de las instituciones financieras, dada la estabilidad del financiamiento por depósitos, especialmente cuando está respaldada por un eficaz esquema de seguros de depósito (Hannig y Jansen, 2010; Yorulmazer, 2014). Además, hay evidencia de que los balances agregados de las cuentas de los clientes de bajos ingresos se mueven gradualmente, y que no tienden a registrar cambios repentinos de un mes al otro (Abakaeva y Glišović-Mézières, 2009). Esta resiliencia podría ser especialmente relevante durante una crisis, si los ahorristas de menores ingresos son proclives a mantener sus depósitos cuando los grandes depositantes buscan retirar su dinero precipitadamente. De hecho, durante la crisis financiera global, los depósitos totales cayeron menos en las economías donde era mayor el grado de inclusión financiera en términos de depósitos bancarios, especialmente en los países de ingresos medios, aun después de considerar otros factores (Han y Melecký, 2013).

En segundo lugar, al mejorar el acceso de las empresas al crédito, la inclusión financiera puede ayudar a que las instituciones financieras diversifiquen sus carteras de préstamos. Además, el préstamo a empresas que anteriormente estaban excluidas financieramente podría también reducir el riesgo crediticio promedio de las carteras de préstamos. Según un estudio el incremento en la proporción de prestatarios de empresas medianas y pequeñas se relaciona con una reducción de los préstamos en mora y con una menor probabilidad de impago para las instituciones financieras (Morgan y Pontines, 2014). Otro estudio señala las altas tasas de amortización de los prestatarios de instituciones de microfinanciamiento (Hannig y Jansen (2010).

Sin embargo, la mayor inclusión financiera no garantiza mejoras en la estabilidad financiera. Si la inclusión financiera está ligada a un crecimiento excesivo del crédito, o a la rápida expansión de sectores no regulados del sector financiero, podría aumentar el riesgo financiero.

Una manera de incrementar la inclusión financiera sería incentivar a los bancos a expandir energicamente el crédito para los hogares más pobres, anteriormente excluidos, sin prestar demasiada atención a su solvencia. El resultado podría ser que se transigiera en los estándares para la concesión de préstamos. La historia está repleta de ejemplos de hogares que se endeudan en exceso, ya sea por una comprensión inadecuada de los riesgos implicados (Šoškić, 2011)⁷ o por otros factores.

Desde el punto de vista financiero, los hogares excluidos son, por definición, aquellos que carecen de historial financiero. Esta falta de historial comprobable parece ser especialmente prevalente en lugares donde los sistemas de identificación personal no son satisfactorios (Giné *et al.*, 2012). Y seguramente habrá límites en la capacidad del banco para absorber nuevos clientes sin que se produzca un deterioro en la calidad del crédito, debido a los límites en la capacidad de evaluación.

Además, el aumento de la inclusión financiera debido principalmente al mayor acceso al crédito podría contribuir a excesos financieros en la economía. Es importante distinguir entre la profundización financiera estructural, que lleva a una ampliación en la base de prestatarios, y un auge insostenible del crédito que genera una cantidad menor de prestatarios acumulando grandes deudas. En realidad, ambos fenómenos podrían suceder a la par.

El crecimiento inusualmente rápido del crédito podría de este modo indicar que las economías dependen en exceso de la expansión del crédito para mejorar el acceso financiero. En los últimos años, muchas economías de mercado emergentes han dado a conocer tasas de crecimiento anual de dos dígitos para el crédito total, incluyendo préstamos y títulos de deuda (gráfica 7, panel izquierdo).

⁷ Tal como lo presenta el Banco Mundial (2014, Box 1.5), el rápido crecimiento de las microfinanzas tanto en Andhra Pradesh en India a partir de finales del decenio de los noventa y en Bosnia y Herzegovina in 2004-2008 coincide con esta narrativa, al igual que la crisis de hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos.

Dicho esto, el concepto de crecimiento excesivo del crédito depende de una serie de factores, entre ellos el costo actual y futuro del endeudamiento, así como de las tasas de crecimiento del ingreso y de las ganancias.

Por lo tanto, los bancos centrales se enfrentan al reto de promover la inclusión y al mismo tiempo evitar la excesiva expansión del crédito. En una muestra de 38 economías, la profundización financiera, medida como la participación del crédito total en el PIB, tiene una correlación positiva con el grado de inclusión financiera. La correlación muestra ser especialmente fuerte cuando el crédito total es inferior a aproximadamente el 200% del PIB (gráfica 7, panel derecho). Sin embargo, la correlación entre la profundización financiera y el acceso financiero está lejos de ser perfecta. Existen sistemas financieros profundos que no son muy inclusivos, donde el crédito se concentra entre las grandes empresas o entre los individuos de altos ingresos, por ejemplo.

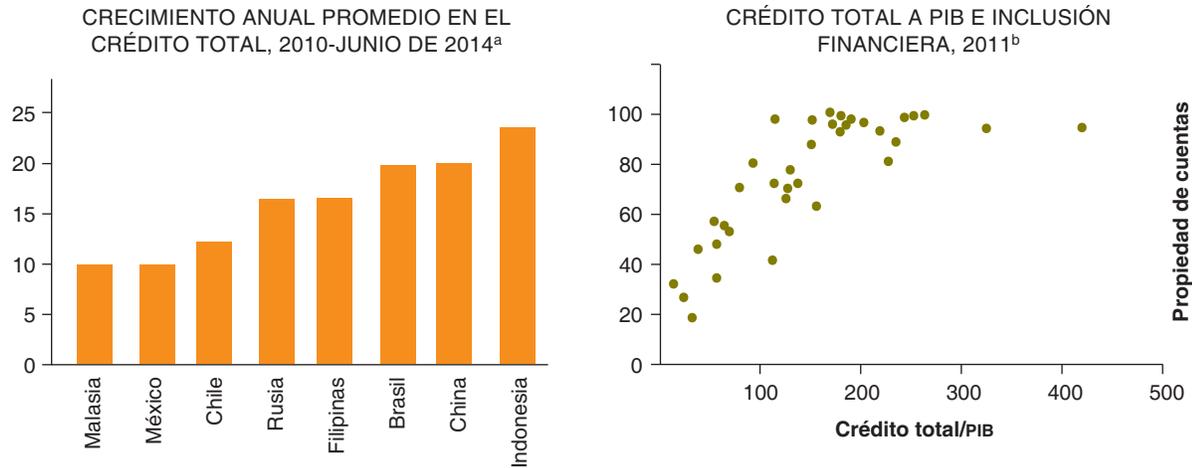
Es posible avivar el aumento de la inclusión financiera sin un gran incremento del crédito agregado. Por ejemplo, para las poblaciones de bajos ingresos, las necesidades financieras más apremiantes podrán ser tener ahorros e instrumentos de pago confiables más que obtener créditos (Hawkins, 2011; Banco Mundial, 2008).

Otro riesgo es que el avance de la inclusión financiera pueda reflejar el crecimiento de instituciones en áreas relativamente desreguladas del sector financiero (por ejemplo, Khan, 2011). Los intentos de los bancos por reducir la exposición general al riesgo de sus negocios (el *de-risking*), o por minimizar los costos regulatorios de cumplimiento de normas, podrían contribuir a esto si rechazan a clientes potenciales. Las instituciones pequeñas no reguladas quizás no sean una fuerte amenaza para la estabilidad financiera. Sin embargo, a medida que crecen, la inclusión financiera podría asociarse a una baja general en la cobertura, y por lo tanto en la eficacia, de la regulación financiera en la economía, lo cual llevaría a un aumento de los riesgos sistémicos. En relación con

Gráfica 7

CRÉDITO E INCLUSIÓN FINANCIERA

Porcentajes



^a Para las Filipinas, los préstamos bancarios a empresas no financieras; para otros países, crédito total al sector privado no financiero. Promedio de las tasas de crecimiento de diciembre a diciembre para 2010-2013 y junio para 2014.

^b Muestra de países basada en la disponibilidad de datos. "Crédito total" se refiere al crédito total a los sectores privados no financieros. La propiedad de las cuentas se mide por la proporción de adultos que tenían una cuenta en una institución financiera formal.

Fuentes: FMI, *World Economic Outlook*; Banco Mundial, Global Financial Inclusion Database; datos nacionales; BPI.

este punto, cabe observar que las instituciones de microfinanzas representan una porción exagerada del aumento de la inclusión financiera en algunas jurisdicciones, resaltando la necesidad de que los supervisores identifiquen y midan los riesgos que son específicos de este sector (BCBS, 2010).

Finalmente, y en términos más generales, el incremento de la inclusión financiera podría

asociarse a un rápido cambio estructural del sistema financiero. En tales ocasiones, se podrían generar vulnerabilidades en el sistema financiero. Los supervisores y la banca central deberían garantizar que retendrán la capacidad suficiente como para monitorear y reaccionar ante cualquier riesgo que pudiera desatarse en todo el sistema.

5. CONCLUSIONES

En muchas economías del mundo está aumentando el acceso a los servicios financieros formales. El presente artículo monográfico ha descrito distintas maneras en que la mayor inclusión financiera afecta a las políticas de la banca central que tienen como fin mantener la estabilidad monetaria y financiera.

Concluimos con tres consideraciones principales. Primero, que el aumento de la inclusión financiera facilita la estabilización del consumo, ya que los hogares tienen acceso más fácil a instrumentos de ahorro y de endeudamiento. El resultado es una volatilidad del producto no tan costosa. Esto podría facilitar los esfuerzos de la banca central por mantener la estabilidad de precios.

Segundo, es probable que el crecimiento de la inclusión financiera aumente la importancia de las tasas de interés en la transmisión monetaria porque una parte mayor de la actividad económica quedará bajo la influencia de las tasas de interés. Si bien esto tenderá a mejorar la eficacia de la política monetaria usando las herramientas de tasas de interés, los formuladores de política quizás tendrían que prestar atención a los cambios en la velocidad del dinero al usar agregados monetarios como metas intermedias.

Tercero, si bien los estudios al respecto han documentado distintas maneras en que la inclusión financiera podría ser beneficiosa para la estabilidad financiera, estas podrían ser sensibles a la naturaleza del acceso financiero mejorado. Destacar demasiado el aumento del acceso al crédito posiblemente incrementaría los riesgos, especialmente si lleva a un deterioro en la calidad del crédito y a un crecimiento demasiado veloz de sectores no regulados del sistema financiero.

BIBLIOGRAFÍA

- Abakaeva, J., y J. Glišović-Mézières (2009), *Are Deposits a Stable Source of Funding for Microfinance Institutions?*, CGAP Brief, junio.
- Alliance for Financial Inclusion (2012), *Agent Banking in Latin America*, AFI Discussion Paper, marzo.
- Alliance for Financial Inclusion (2014), *The 2014 Maya Declaration Progress Report: Measurable Goals with Optimal Impact*.
- Any, R., y E. Prasad (2012), “Core vs Headline Inflation Targeting in Models with Incomplete Markets”, manuscrito.

- Atingi-Ego, M. (2013), "Financial Inclusion in Africa, Monetary Policy and Financial Stability: Country Experiences", presentación ante la Association of African Central Banks, Assembly of Governors' Meeting, Balaclava, 23 de agosto.
- Banco Mundial (2014), *Global Financial Development Report 2014: Financial Inclusion*.
- Banco Mundial (2008), *Finance for All? Policies and Pitfalls in Expanding Access*, Policy Research Report.
- Banerjee, A., y E. Duflo (2007), "The Economic Lives of the Poor", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 21, núm. 1, pp. 141-167.
- Bangko Sentral ng Pilipinas (2013), "Financial Inclusion Initiatives 2013".
- Bhaskar, P. (2013), "Financial Inclusion in India –An Assessment", discurso pronunciado en el MFIN and Access-Assist Summit, Nueva Delhi, India, 10 de diciembre.
- Bilbiie, F. (2008), "Limited Asset Market Participation, Monetary Policy and (Inverted) Aggregate Demand Logic", *Journal of Economic Theory*, vol. 140, núm. 1, pp. 162-196.
- Burgess, R., y R. Pande (2005), "Can Rural Banks Reduce Poverty? Evidence from the Indian Social Banking Experiment", *American Economic Review*, vol. 95, núm. 3, pp. 780-795.
- Colciago, A. (2011), "Rule-of-thumb Consumers Meet Sticky Wages", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 43, núms. 2-3, pp. 325-353.
- Comité de Sistemas de Pago y Liquidación, CPSS (2012), "Innovations in Retail Payments", informe del Working Group on Innovations in Retail Payments, mayo.
- Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (2010), *Microfinance Activities and the Core Principles for Effective Banking Supervision*, agosto.
- Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (2012), *Core Principles for Effective Banking Supervision*, septiembre.
- Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (2015), *Range of Practice in the Regulation and Supervision of Institutions Relevant to Financial Inclusion*, enero.
- Demirgüç-Kunt, A. y L. Klapper (2012), *Measuring Financial Inclusion: The Global Findex Database*, Policy Research Working Paper, núm. 6025, Banco Mundial.
- Demirgüç-Kunt, A., y L. Klapper (2013), *Measuring Financial Inclusion: Explaining Variation in Use of Financial Services across and within Countries*, Brookings Papers on Economic Activity, primavera, pp. 279-321.
- Dittus, P., y M. Klein (2011), *On Harnessing the Potential of Financial Inclusion*, BIS Working Papers, núm. 347, mayo.
- Galí, J., J. López-Salido y J. Vallés (2004), "Rule-of-thumb Consumers and the Design of Interest Rate Rules", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 36, núm. 4, pp. 739-763.
- Giné, X, J. Goldberg y D Yang (2012), "Credit Market Consequences of Improved Personal Identification: Field Experimental Evidence from Malawi", *American Economic Review*, vol. 102, vol. 6, pp. 2923-2954.
- Han, R., y M. Melecký (2013), *Financial Inclusion for Financial Stability: Access to Bank Deposits and the Growth of Deposits in the Global Financial Crisis*, Policy Research Working Paper, núm. 6577, Banco Mundial.
- Hannig, A., y S. Jansen (2010), *Financial Inclusion and Financial Stability: Current Policy Issues*, ADBI Working Paper, núm. 259.
- Hawkins, P. (2011), *Financial Access: What Has the Crisis Changed?*, BIS Papers, núm. 56, septiembre, pp. 11-20.
- Jayachandran, S. (2006), "Selling Labor Low: Wage Responses to Productivity Shocks in Developing Countries", *Journal of Political Economy*, vol. 114, núm. 3, pp. 538-575.
- Khan, H. (2011), "Financial Inclusion and Financial Stability: Are They Two Sides of the Same Coin?", presentación en BANCON 2011, Chennai, India, 4 de noviembre.
- Levine, R. (2005), "Finance and Growth: Theory and Evidence", en P. Aghion y S. Durlauf (eds.), *Handbook of Economic Growth*, Elsevier.

- Mehrotra, A., y J. Yetman (2014), *Financial Inclusion and Optimal Monetary Policy*, BIS Working Papers, núm. 476, diciembre.
- Morgan, P., y V. Pontines (2014), *Financial Stability and Financial Inclusion*, ADBI Working Paper, núm. 488.
- Rosenzweig, M., y K Wolpin (1993), "Credit Market Constraints, Consumption Smoothing, and the Accumulation of Durable Production Assets in Low-income Countries: Investments in Bulls in India", *Journal of Political Economy*, vol. 101, núm. 2, pp. 223-244.
- Šoškić, D. (2011), "Financial Literacy and Financial Stability", discurso presentado en la novena conferencia internacional del Banco Central de Albania Building Our Future through Financial Literacy, Tirana, Albania, 15 de septiembre.
- Subbarao, D. (2012), *Financial Regulation for Growth, Equity and Stability in the Post-crisis World*, BIS Papers, núm. 62, enero, pp. 1-8.
- Tombini, A. (2012), "Opening Remarks", IV Fórum Banco Central sobre Inclusão Financeira, Porto Alegre, Brasil, 29 de octubre.
- Yorulmazer, T. (2014), "Literature Review on the Stability of Funding Models", *Economic Policy Review*, Banco de la Reserva Federal de Nueva York, vol. 20, núm. 1, pp. 3-16.
- Zeti, A. (2005), "Enhancing Financial Literacy for Sustained Economic Prosperity", discurso presentado en la Citigroup-INSEAD Financial Education Summit, Kuala Lumpur, Malasia, 12 de diciembre.

LA SUPERVISIÓN MICROPRUDENCIAL FRENTE A LA MACROPRUDENCIAL

FUNCIONES QUE TIENEN SENTIDO SÓLO COMO PARTE DE UN RÉGIMEN AMPLIO DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Paul Tucker

1. INTRODUCCIÓN

Se me ha solicitado abordar el tema de cómo las supervisiones micro y macro prudenciales trabajan juntas.

Mi respuesta es que ninguna de estas actividades, y en especial la microsupervisión, está bien definida como actividad independiente. Ya que esto parecería, en el mejor de los casos, ir en contra de decenios de supervisión microprudencial aquí en la Reserva Federal y en otros lugares, es obvio que debo pensar que la supervisión ha perdido el norte en algún punto de su rumbo o, que siempre estuvo a la deriva. En retrospectiva, creo que ambos supuestos son verdades, si bien en distintos grados para distintos supervisores en momentos diferentes.

Pero dejando de lado la historia, si estoy en lo correcto, nos enfrentamos a grandes cuestionamientos sobre la formulación de regímenes, incluyendo la delegación de la autoridad a organismos de diversos tipos.

En este escrito me referiré, si bien no exhaustivamente, a la naturaleza del problema de la estabilidad financiera, a su efecto en la arquitectura de alto nivel de un régimen para preservar la estabilidad y a las implicaciones para el establecimiento de instituciones en las democracias liberales, donde los poderes deben ser legítimos así como eficaces en un sentido

Harvard Kennedy School. Publica el CEMLA con la debida autorización la ponencia realizada en la 59ª Conferencia Económica sobre Política Monetaria Macroprudencial, del Banco de la Reserva Federal de Boston, 2 y 3 de octubre de 2015.

estricto. La ruta para abordar el tema de ensayo establecido por la Reserva Federal de Boston sobre los conflictos potenciales entre la supervisión micro y la macro será enrevesada. Creo que necesitamos dar un paso atrás y reflexionar sobre la estabilidad financiera como un problema de recursos comunales aquejados por acciones ocultas. Esto me lleva a separar tres componentes de un régimen de estabilidad: el establecimiento de una norma de resiliencia y su aplicación mediante las distintas partes del sistema financiero teniendo en cuenta las diferentes amenazas que plantean a la estabilidad; la microsupervisión de empresas, fondos y estructuras para desenterrar y prevenir acciones ocultas ideadas para sortear esa norma; y el ajuste dinámico macroprudencial de los parámetros

regulatorios básicos para mantener la norma resiliencia en estados del mundo que no se reflejaron en la calibración del régimen base. Sólo entonces, con una definición de las micro y macro supervisiones dentro de un amplio régimen coherente para la estabilidad, puedo centrarme en la pregunta de la Reserva Federal. Resultará que si la reforma legislativa está fuera del alcance, las autoridades necesitan adaptar su organización y procesos internos.

Debería decir antes de empezar que me enfocaré no tanto en los *insumos* a la supervisión micro y macro o sus actividades cotidianas en la oficina, sino más en sus *finés* y *resultados*: esto es, en para qué están y los tipos de acciones que implican.

2. LA ESTABILIDAD: UN PROBLEMA DE RECURSOS COMUNALES QUE NO PUEDE SOLUCIONARSE SÓLO CON UNA MEJOR ASIGNACIÓN DE LOS DERECHOS DE PROPIEDAD

A menudo se dice que, al igual que la estabilidad de precios, la estabilidad financiera es un bien público. Creo que esto deja fuera algo importante.

La estabilidad de precios *es* un bien público. Nadie puede ser excluido de los beneficios de una inflación baja y estable, y nadie puede consumir los beneficios dejando menos para los otros. Dicho de otra manera, ningún agente económico puede minar la estabilidad de precios siempre y cuando el régimen monetario permanezca intacto.

No es exactamente lo mismo con la estabilidad del sistema financiero. *Es* no-excluible: nadie puede quedar afuera. Pero *no* es no-exclusivo. En un entorno de estabilidad, las empresas individuales (o los hogares) pueden verse tentados a tomar más riesgos que en otras circunstancias. Si cada empresa tiene un incentivo para incrementar su apalancamiento o descalce de liquidez *de manera oculta*, se merma la resiliencia del sistema. Lo que subyace ante esto es un problema familiar de acción colectiva: si creo que todos están eligiendo ser sensatos, entonces yo tengo un incentivo para ser oportunista y elegir ser menos sensato. Si creo que los otros eligen ser pocos sensatos, tengo incentivos para unirme a la fiesta.

En caso de que la atribución o la metáfora del *bien común* suene poco clara, permítanme explicarla un poco más. Piensen en el recurso comunal como resiliencia sistémica, y en el flujo de beneficios que surgen de la estabilidad como provenientes, por ejemplo, de una prima de riesgo más baja sistemática para el endeudamiento en un mercado de capitales. El recurso comunal, la resiliencia, puede considerarse como *producida* por el ejercicio de la disciplina. Esto es, la disciplina produce el bien común, y la falta de disciplina lo consume en un periodo posterior. Dejando de lado la intervención del Estado, los participantes del mercado son, por su conducta, productores o consumidores de estabilidad. Podríamos denominar *prudencia* a esta disciplina planteada, para usar el lenguaje tradicional de las autoridades. Por lo tanto, una pregunta central es el incentivo que tienen para ejercer la disciplina o la prudencia.

Es habitual pensar que la estabilidad financiera está en peligro cuando los beneficiarios de una garantía del gobierno (por ejemplo, seguros de depósito o la perspectiva de un rescate) pierden su incentivo para controlar su riesgo. Es verdad; sin embargo, es mucho más generalizado el problema subyacente de la acción oculta. Cualquier individuo o empresa tiene un incentivo para participar en el mercado tomando más riesgos de los identificados: el riesgo moral general. De esta manera ellos no sólo se benefician con la estabilidad, sino que consumen parte de ella porque el sistema ha perdido parte de su resiliencia.

Si todos se enfrentan a este incentivo, se agota el recurso comunal de la resiliencia sistémica. Es otro tema si esto se nota antes de que la burbuja se infle o no. El recurso comunal de la estabilidad (o la resiliencia sistémica) se había agotado tiempo antes de que se iniciara la crisis de 2007-2008. Siguiendo esta línea de pensamiento, la crisis estaba al acecho para desatarse. El hecho de que la desatara el mercado relativamente pequeño de

préstamos hipotecarios de alto riesgo de Estados Unidos reveló que la resiliencia del sistema era mínima.

No quiero decir con esto que la *acción oculta* sea el único problema. Hay lisa y llanamente una tendencia a desestimar los riesgos observables: *miopía*.¹ Pero desconocemos la causa de la miopía, y no podemos descartar que la ceguera voluntaria tiene un papel, dado el problema de la acción colectiva de abandonar el salón de baile una vez que la fiesta está en todo su esplendor y la resiliencia está ominosamente deteriorada.

Repito, la estabilidad financiera es un *bien común*. Cuánto importa esto depende de los costos sociales.

COSTOS DE LAS TRANSACCIONES Y LA ESCALA DEL PROBLEMA

El problema de la inestabilidad financiera es impulsado por un conjunto de externalidades. Un tema importante es si estas externalidades podrían remediarse con una mejor o más clara asignación de derechos de propiedad que podría efectuarse mediante los mercados y, donde sea necesario, adjudicados y ejecutados por fallos judiciales. Esto es, ¿por qué no es suficiente abordar esto como un problema de *costos de transacción*, al estilo del teorema de Coase?²

En realidad, en un frente vital, es exactamente el curso marcado y seguido por quienes formulan las políticas: la resolución. La idea central en las nuevas políticas de resolución para las grandes (y complejas) empresas es dejar claro (o al menos más claro) cuáles son los acreedores que absorberán las pérdidas (en la jerga, que tendrán una recapitalización interna), y en qué orden una vez que se agote el capital de una empresa o que este sea inviable.

¹ Nicola Gennaioli, Andrei Shleifer y Robert Vishny, *Neglected Risks, Financial Innovation, and Financial Fragility*, NBER Working Paper, núm. 16068, junio de 2010.

² Ronald Coase, *The Problem of Social Cost*, 1960.

La
estabilidad
financiera
es un *bien
común*

Se ubica a los tenedores de bonos bancarios en la primera línea, y por lo tanto ellos tienen incentivos para cobrar, vigilar, racionar y exigir más información sobre los riesgos de las empresas financieras, etc., mitigando potencialmente el problema de la información oculta. Todo esto es para reducir los costos de transacción, haciendo creíble que se ejecute la resolución.³

Este es un ejemplo, y posiblemente el más importante, de los responsables de la política que siguen un enfoque *coasiano*. Pero no se ha considerado como suficiente (incluso dentro de la política de resolución misma, donde la acumulación mínima de deuda *retirable* estará prescrita por la regulación).

La razón para no depender enteramente de los derechos de propiedad mejor establecidos es fundamental. Un enfoque coasiano puro, que utiliza las fuerzas del mercado, funciona sólo cuando los costos de transacción pueden reducirse de modo radical. Pero la inestabilidad financiera se asocia con el tipo último de obstáculo transaccional.

En teoría, una opción sería otorgar *derechos de propiedad* a los hogares y a las empresas regulares que, ante una crisis sistémica, podrían ejecutarse por medio de la responsabilidad civil o de otro tipo, contra los bancos y otros cuya imprudencia hubiera erosionado la resiliencia del sistema o de otro modo llevado al colapso. Pero en ese estado del mundo, los bancos y operadores están en quiebra: *no están allí* para pagar compensaciones.

Peor aún, la alteración económica más amplia generada por el colapso del sistema financiero puede ser tan profunda que la economía adopta un rumbo (persistente) de baja. En consecuencia, no hay suficiente riqueza para redistribuir y dejar a todos donde *deberían* haber estado, para que los *ganadores* compensen a los *perdedores*, simplemente porque la sociedad está más pobre. El Estado podría establecer acuerdos para que los

perdedores de hoy sean totalmente compensados tomando la riqueza de generaciones futuras. Si lo hace, aumentan los problemas de riesgo moral del mañana.

En esas circunstancias, el problema de la acción colectiva inherente al *bien común* es mejor abordado por el Estado que busca intervenir para definir y aplicar la prudencia *ex ante* más que depender enteramente de la ejecución de derechos de propiedad *ex post*.

Ese enfoque, si bien inevitable, encara él mismo dos retos.

Primero, si un agente externo, el Estado, fija las reglas o las normas para la conducta prudente y las opciones de balance, el problema de los incentivos del sector privado se transforma en un problema de elusión o evasión de normas: *el arbitraje regulatorio*. Otra manera de pensar esto es que todos pueden *nutrirse de la estabilidad*, los bancos paralelos y otros así como los bancos *de jure*.

Por ejemplo, imaginemos que el instrumento óptimo para abordar el problema de los *bienes comunales de la estabilidad financiera* es, por ejemplo, una limitación en la tasa de apalancamiento. (No estoy tomando una postura sobre este tema aquí; una limitación en los descaldes de vencimientos sería igual de útil para explicar mi postura.) La estructura lógica es la siguiente: primero, se prohíbe el apalancamiento entre una población específica, en la cual a nadie se le da acceso al patrimonio comunal; luego se otorgan *derechos de propiedad privada*, para apalancar hasta *equis* veces a esa población o subgrupo de la misma (los bancos *de jure*). Pero, como debe estar pensando el lector de este artículo: si los otros obtienen acceso al *bien comunal de la estabilidad* y no hay restricciones en su apalancamiento, el problema no se atiende. Así, una manera de pensar el problema del arbitraje regulatorio, concebido desde una perspectiva general, es que el régimen y, en particular, los derechos de propiedad específicos, tendrían que aplicarse a toda clase de empresas, fondos, que podrían servirse con la cuchara grande.

³ P. Tucker, "The Resolution of Financial Institutions without Taxpayer Solvency Support: Seven Retrospective Clarifications and Elaborations", European Summer Symposium in Economic Theory, Gerzensee, Suiza, 3 de julio de 2014.

Este es el primer problema al recurrir a la regulación estatal con los libros de normas *ex ante*. El segundo es el riesgo de reemplazar o de agravar la *falla del mercado* con la *falla del gobierno*. Esto hace que sea prioritaria la formación de regímenes e instituciones de estabilidad financiera. Es central entender el objetivo en términos generales. Y esto a la vez requiere concentrarse en donde se sitúan los grandes costos sociales.

3. LA META DE UN RÉGIMEN PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA: LA RESILIENCIA

Podríamos pensar que los costos de los problemas que a todos conciernen recaen en dos grandes categorías: ineficacia distributiva durante los periodos de auge e ineficacia y dificultades (por la destrucción de riqueza y empleos) durante la caída. Afirmo que si bien ambos aspectos son importantes, el último lo es más.

La burbuja de puntocom ayuda a ilustrar esta idea. Nadie duda que a fines de los noventa los recursos se distribuyeron de manera ineficaz durante la burbuja de acciones de las empresas de tecnología; pero son pocos los que sostendrían que esos costos son comparables a los de la crisis de 2007-2009. En un mundo en el cual, en parte para reducir el riesgo de las fallas de los gobiernos, las sociedades deben priorizar los problemas que el Estado debería buscar mitigar, pongo la *caída* por delante del *auge*.

Esto requiere no sólo la estabilidad de precios, sino también la estabilidad del sistema de la banca (definida en términos generales como el sistema monetario privado) y en el sector financiero de manera más general. El sistema debe ser lo *suficientemente resiliente* como para seguir ofreciendo servicios financieros básicos de pagos, crédito y seguro ante los grandes choques.

Dados los problemas de la acción oculta que afectan a los *aspectos comunales de la estabilidad*, necesitamos estructurar las metas en términos de una *norma de resiliencia*, y entonces necesitamos hallar maneras de hacer que esta norma pueda monitorearse y ejecutarse en toda la comunidad financiera con acceso al patrimonio comunal.

COMPONENTES DE LA NORMA DE RESILIENCIA

Una norma de resiliencia podría expresarse en la práctica como, por ejemplo, un coeficiente de capital mínimo para un tipo particular de empresa, por ejemplo, para los bancos *de jure*.

Este tipo de norma refleja, al menos de modo implícito, tres cosas: *a*) una tolerancia ante la crisis sistémica; *b*) un cuadro (o modelo) de estructura del sistema financiero por medio del cual se transmiten las pérdidas y los choques; y *c*) una visión del proceso estocástico subyacente que genera esos choques/pérdidas de primera ronda.

Algo como Basilea III (incluyendo las *sobretasas sistémicas*) *revela* la norma subyacente, más que su definición. Una vez que se especifica para una parte del sistema financiero (en mi ejemplo, los bancos), la misma norma subyacente puede traducirse en medidas equivalentes para otros tipos de empresas, estructuras, fondos, etc. Esto implica tener en cuenta los riesgos que plantean al sistema dado el modelo/ imagen de su estructura (*b*) arriba), pero manteniendo constante la sensibilidad a las crisis sistémicas y el proceso estocástico subyacente propuesto.

Dichas transposiciones no necesariamente implican la aplicación de las herramientas tradicionales de *supervisión* bancaria a otras partes de la industria. En otros ámbitos, en algunos casos los requerimientos de transparencia podrían ser suficientes. Así, las quejas de los entes reguladores de títulos y de otros mercados de que los banqueros centrales están sumidos en una especie de proyecto imperial dejan de lado la propuesta, al menos como yo la concibo, de que se debería aplicar la misma norma de resiliencia del sistema a todas las partes de la industria que tienen acceso al *patrimonio comunal de la estabilidad*.

Hay una distinción importante entre el primer insumo de una norma de resiliencia y los otros. Los insumos *b*) y *c*), el modelo/imagen del sistema y el proceso de generación de pérdidas, son objetos de investigación científica. El insumo *a*) es diferente, ya que refleja una tolerancia de la sociedad al riesgo sistémico. En las democracias, esto requiere un proceso mayoritario y algún tipo de debate público.

LA POSIBILIDAD DE UNA PÉRDIDA A LARGO PLAZO IMPLICA QUE LOS POLÍTICOS DEBEN CONSAGRAR LA NORMA DE RESILIENCIA

Aquí radica una diferencia importante con la política monetaria. Quizás la creencia central de la economía monetaria con respecto a la planeación de las instituciones monetarias es que *a largo plazo* no hay que elegir entre el crecimiento y la inflación. En consecuencia, por lo general apoyamos un objetivo lexicográfico que priorice la baja inflación; y si bien tenemos buenas razones democráticas para que los representantes elegidos, en los regímenes de hoy, fijen una meta de inflación, generalmente no nos parece estrafalario si los propios banqueros centrales definen la *estabilidad de precios*, como es el caso en la zona del euro. (Dejo de lado que el régimen para la Reserva Federal no cumple con estos estándares.)

En el ámbito de la estabilidad financiera, las cosas son diferentes. Todavía no sabemos si *a largo plazo* hay que elegir entre la prosperidad y los riesgos que amenazan con episodios periódicos de inestabilidad.⁴ Sabemos que no nos gusta la inestabilidad, pero somos lo suficientemente inseguros como para no prohibir los riesgos o estructuras que puedan llevar a ella. En concreto, la sociedad no ha prohibido ningún apalancamiento, descalce de vencimientos o deuda a corto plazo.

Por esta razón, es vital que los políticos electos opten o den su aprobación por la norma de resiliencia que se requiere que mantengan las autoridades de estabilidad financiera. En Europa, pasa algo similar, por medio del respaldo formal del Parlamento y del Consejo para incorporar en la legislación de la Unión Europea el estándar de Basilea para la banca. En Estados Unidos, donde la norma la fija el organismo de elaboración de reglas, mediante procesos que cumplen con la Ley

⁴ Para un artículo relativamente poco común que explora posibles compensaciones en el largo plazo, ver Romain Ranciere, Aaron Tornell y Frank Westerman, "Systemic Crises and Growth", *The Quarterly Journal of Economics*, febrero de 2008.

de Procedimientos Administrativos, la impronta mayoritaria proviene de modo indirecto de la membrecía del área ejecutiva del G20, la cual suscribió al estándar de Basilea posterior a la crisis en la reunión de líderes.⁵

Este último aspecto es importante más allá de Estados Unidos. Dada las diseminaciones derivadas de los problemas en el sistema financiero de un país en otros sistemas, no sería sustentable un régimen mundial en el cual cada jurisdicción eligiera de manera unilateral su propia norma de resiliencia. Aunque tengamos grados de autarquía financiera, el *patrimonio comunal de estabilidad* es un patrimonio comunal mundial y necesitamos un estándar mínimo comunal de resiliencia. Ante la ausencia de una democracia cosmopolita, cualquier norma necesita ser aprobada de forma colectiva por los líderes democráticos nacionales.

Con este escenario, podemos esbozar los elementos de un régimen de estabilidad financiera. Para ser claros, no nos referimos a la arquitectura institucional aquí sino a las funciones que el Estado necesita brindar de alguna manera.

4. COMPONENTES CRUCIALES DE UN RÉGIMEN DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Desde mi perspectiva, un régimen de estabilidad financiera consta de cuatro componentes primordiales:

- 1) Una declaración de los requerimientos para las distintas partes del sistema con el fin de ofrecer una norma de resiliencia que tenga pedigrí democrático.
- 2) Supervisión microprudencial de empresas, fondos, estructuras individuales.
- 3) Política macroprudencial dinámica.
- 4) Herramientas y políticas de gestión de crisis.

No trataré en profundidad el punto 4), salvo para decir que el comportamiento del sistema estará influido por los incentivos generados por políticas para el *final del juego* y por cuán creíbles son.⁶ En otras palabras,

⁵ Párrafo del comunicado de la reunión de Seúl, noviembre de 2010.

⁶ Para una exposición sobre los regímenes de prestamista de última instancia, ver P. Tucker, *The Lender of Last Resort and Modern Central Banking: Principles and Reconstruction*, Banco de Pagos Internacionales, septiembre de 2014.

el régimen de resolución será parte de la imagen/ modelo del sistema según *b*) en la sección anterior.

Dejando de lado esto, espero que comience a entenderse por qué dije que no hay algo así como un régimen microprudencial o un régimen macroprudencial autocontenido: estos términos prácticamente carecen de sentido, y ciertamente son conceptos rebuscados, *excepto* en el contexto en el que son componentes de un régimen más amplio de estabilidad.

La falla abyecta en todas partes de los regímenes prudenciales se atribuyó, desde esta perspectiva, principalmente a las metas confusas o mal planeadas, las cuales se alejaron de sus raíces en una política de estabilidad más amplia. Sin estar ancladas dentro de un régimen más amplio para preservar la estabilidad, los organismos (y los departamentos dentro de ellos) tenían la libertad de andar a la deriva. En unos pocos países, esto podría no haber sucedido. En la mayoría, incluso en Estados Unidos y el Reino Unido, sucedió.

POLÍTICA DE ESTABILIDAD FINANCIERA: EL RÉGIMEN BASE

La gran acción está en *1*): una declaración de requerimientos para todas las partes del sistema. La política debe idearse a la luz del mejor modelo/ imagen de estructura del sistema que tengan las autoridades, incluso los incentivos y problemas del organismo, las asimetrías informativas o agujeros negros, y su evaluación sobre dónde se garantiza la intervención dada su meta. Esto tendría en cuenta las fuentes de riesgo sistémico y, así, las distintas *fallas del mercado* o *externalidades*. Es en definitiva trabajo de la autoridad de estabilidad identificar los remedios para las externalidades que generan costo social.

Esto amerita una importante reserva y una elaboración.

La reserva es que las fallas del mercado que busca remediar la autoridad de estabilidad deberían ser grandes, esto es, con importantes costos en el bienestar. La bibliografía sobre externalidades

pecuniarias a veces necesita escudriñar en esa puntuación porque las pérdidas de bienestar en algunos modelos parecen ser demasiado pequeñas. Una generación de economistas monetarios y de encargados de formular la política se confundió al dedicar tanto esfuerzo a refinar modelos para llegar aún más cerca de la frontera. No debería suceder lo mismo aquí. El Estado puede hacer algunas cosas: una de ellas debería ser preservar la estabilidad sin obstruir el crecimiento o el progreso técnico. Los formuladores de políticas necesitan ayuda de los investigadores para identificar las distorsiones realmente grandes que impulsan los costos realmente grandes para la sociedad.

La elaboración surge a partir del concepto ya mencionado de que, ante la falta de una delimitación del ámbito de aplicación o de restricciones en las finanzas transfronterizas, la norma de resiliencia necesita acordarse internacionalmente. El *recurso comunal de resiliencia* es un patrimonio comunal mundial. Como tal, los problemas de la acción oculta dentro de las empresas se construyen a partir de un problema de acciones ocultas dentro de los entes reguladores nacionales: ¿van a aplicar fielmente la norma mundial y mantenerla para *sus empresas* cuando se enfrentan a incentivos para aprovecharse, a fin de promover a los *campeones nacionales* o debido a problemas locales de registro? Este es el telón de fondo para la introducción de Basilea de revisiones por pares que cubren la primera etapa de aplicación de los estándares para la banca y la infraestructura del mercado. Hay más para hablar de este conjunto de problemas, pero no aquí.

Si la política de estabilidad financiera establece la aplicación de una norma de resiliencia, entonces, ¿qué son las políticas micro y macro prudenciales?

LA SUPERVISIÓN MICROPRUDENCIAL

Los intentos por resolver/recuperar el problema de los *recursos comunales* que describí se ven aquejados por la imposibilidad de escribir y de ejecutar un libro de normas detallado y completamente

inequívoco que pueda dar respuestas para todo. Esto deja a la autoridad de estabilidad financiera frente a problemas de idiosincrasia opaca y de arbitraje regulatorio. En otras palabras, no puedo decir fácilmente quién está comiendo subrepticamente el pasto de la estabilidad; y cada vez que elaboro una nueva constricción para el animal X, parece transformarse en X'.

La supervisión microprudencial se creó para abordar el primer problema (y también para ayudar a identificar el segundo). La naturaleza del primer problema, la idiosincrasia opaca, significa que la idea de que la política de microsupervisión es sólo para los bancos y que se trata de redactar normas está fundamentalmente malinterpretada. Si se lo piensa con cuidado, la microsupervisión empieza donde termina la redacción de normas de estabilidad financiera o, de manera más general, donde termina la formulación de políticas.⁷

Para los bancos y cuasi-bancos, esto implica decidir sobre la prudencia con la cual se administra una empresa. El microsupervisor tiene que estar listo y ser capaz de emitir juicios del estilo: “la empresa X se gestiona de manera tan imprudente que no hay perspectiva razonable de cumplir *ex ante* la norma de resiliencia requerida por los estados del mundo donde posiblemente se le compare”. Donde se llega a esta conclusión, el microsupervisor necesita estar preparado (y facultado legamente) para revocar la licencia de esta empresa, o establecer restricciones (vigilables y aplicables) a su toma de riesgo.

Los criterios básicos que sustentan los hallazgos del supervisor (prudencia, gestión competente) tienen que quedar establecidos en el estatuto. En otras palabras, la ley necesita asentar cuáles

son los criterios de acción al supervisar empresas, fondos, etcétera.

Pensar de esta manera en el propósito de la microsupervisión, como ideada para descubrir y detener las acciones o la información oculta, arroja luz sobre una incoherencia en el debate de larga data sobre los distintos modelos de supervisión. ¿Es mejor, al estilo de Estados Unidos, tener grandes cantidades de examinadores *in situ* o es mejor llevar a cabo *reuniones prudentiales* con la gerencia a la vieja usanza como lo hace el Banco de Inglaterra? Nuestro marco destaca que el primero, la *examinación in situ*, sirve para el daño moral *ex post*. (Al menos en la manera en la cual se lleva a cabo, no ha funcionado para nada.) El último, las reuniones forenses con la alta gerencia, sirve en parte para remediar los problemas de la *selección adversa*, esto es, el riesgo de aprobar a individuos para altos cargos de gestión que en realidad no saben qué están haciendo. Por desgracia, ese modelo no se ha puesto a prueba porque los supervisores británicos habían tirado por la borda las medidas *prudenciales* del Banco hasta 1997. Creo que la supervisión a la antigua usanza como la del Banco de Inglaterra podría haber revelado que algunos banqueros de alta jerarquía no sabían mucho sobre banca y por lo tanto no estaban en condiciones de aprobar de modo apropiado una prueba legal continua que demuestre que son *la persona adecuada* para desempeñar cargos de poder en los bancos. Pero el punto más importante que quiero subrayar es que el debate que persistió desde del decenio de los setenta al de los noventa sobre el mejor modelo era como mezclar peras con manzanas: hay problemas de selección adversa y también de riesgo moral. Cualquier modelo de supervisión necesita abordar ambos temas.

En realidad, soy escéptico respecto al modelo del *examinador in situ* pero, dejando de lado mis ideas, la prueba central es si puede esperarse que este modelo u otro más nuevo revele y por lo tanto detenga las acciones ocultas que pondrían en peligro que una empresa cumpla con la norma especificada de resiliencia.

⁷ Una excepción posible a esta estructura de redacción de normas microprudenciales surge si las normas están en vigor en las estructuras organizativas internas para abordar los problemas de la acción oculta *dentro* de las empresas. No ahondo en este tema aquí, pero el mismo implica explorar por qué la alta gerencia no tendría incentivos para remediar estos problemas, y si la empresa más que el mercado es el mejor sitio para gestionar tales costos de transacción.

Cuando se detectan problemas de esta índole en empresas individuales, se solicita al microsupervisor que dé su opinión o lo que en el lenguaje de derecho administrativo se llama una opinión resolutoria, sujeta a los cánones de equidad procesal. Pero también queremos que los juicios del microsupervisor y sus acciones sean justas en el sentido de que sean consistentes en distintos casos y a lo largo del tiempo. Esto hace que sea importante que el supervisor exprese cómo planea aplicar los criterios estatutarios para la autorización, en concordancia con la norma de resiliencia prevaliente.⁸ Reviso este punto porque, espero que sea claro, no es lo mismo que redactar *normas* legalmente vinculantes para toda y cada dimensión o faceta de la banca que sean relevantes para la seguridad y solidez.⁹

No deja de ser algo cercano a la tragedia que este concepto básico de prudencia de la supervisión bancaria se haya perdido por una generación.

Es precisamente por esto que al planear el retorno a la supervisión bancaria en el Reino Unido, Mervyn King y yo, por nombrar sólo a los que nos fuimos de la banca central, hablábamos tanto de una vuelta a la supervisión *basada en el juicio*, centrada en los criterios estatutarios para la autorización.

Pero es también trágico que la microsupervisión –y por favor noten que estoy dejando de lado la palabra *prudencial*– parece ser relevante sólo para la banca y las aseguradoras, dado que hay otras partes del sistema financiero que pueden agotar el recurso comunal de resiliencia y tener incentivos igualmente poderosos para ocultar o camuflar sus acciones.

La fijación de estándares tiene que ver con la estabilidad financiera

Por lo tanto, para ser claros, la fijación de estándares tiene que ver con la estabilidad financiera (y, adelantándome un poco, para la autoridad de estabilidad financiera). No hay un conjunto de estándares regulatorios *macro* y otro conjunto de estándares regulatorios *micro*. En síntesis:

- La supervisión microprudencial tiene que ver con el problema de la acción oculta. En ese sentido, tanto la supervisión prudencial tal como se la concibe por tradición como una fracción de la regulación para títulos y valores abordan el mismo problema.

- Los supervisores bancarios deberían poner más atención en requerir a las empresas reguladas que revelen información; y los entes reguladores de títulos deberían comprobar si sus requerimientos de divulgación son eficaces para ofrecer una norma de resiliencia sistémica.

- El arbitraje regulatorio es un problema de acción oculta. Así como las empresas reguladas buscarán evitar el estándar que se intenta que cumplan, las entidades no reguladas buscarán permanecer fuera del perímetro *de jure* del régimen regulado ocultando hasta qué grado están imitando su sustancia económica. El problema del *patrimonio comunal de la estabilidad* significa que cualquiera que pudiera materialmente mermar la resistencia del sistema necesita estar *dentro* del alcance de un régimen amplio para la estabilidad. Al igual que con los bancos, necesita posteriormente ser sometido a algún tipo de microsupervisión para garantizar que no están evitando el espíritu de los requerimientos que se les aplican y así cumplir con la norma de resiliencia. Este tipo de microsupervisión es, sugeriría, casi inexistente.

⁸ En cualquier otro contexto, denomino a estos *principios operativos*. Son una parte vital de cualquier régimen de un organismo independiente.

⁹ En caso de que todo esto parezca fantasioso, podría mencionar que ayudé a elaborar documentos sobre la aplicación de los criterios de autorización estatutaria a principios y mediados de los ochenta.

Si ese es el lugar de la microsupervisión dentro de un régimen de estabilidad, ¿cuál es el de la macroprudencial?

Defino la *política macroprudencial* como un subrégimen según el cual quienes formulan la política pueden ajustar de manera dinámica los parámetros para mantener el grado deseado de resiliencia en el sistema financiero. Los ajustes dependen de la situación, no del tiempo.¹⁰

Esto no significa que varíen mucho. Mientras mejor sea la planeación y calibración del régimen regulatorio base y mejor sea la contribución de los microsupervisores para prevenir que el arbitraje regulatorio debilite ese régimen base, menores serán temporalmente las causas para variar los parámetros regulatorios básicos. Pero donde sea necesario, pueden variarse para sostener la resiliencia del sistema financiero.

La pregunta pendiente sobre el régimen de estabilidad financiera es si el libro de normas de estabilidad puede ser estático: creo que no se puede depender de un conjunto estático de requerimientos, por razones que nos restituyen a nuestra incertidumbre sobre las pérdidas y ganancias a más largo plazo.

Quiero sugerir que, en el panorama general, puede considerarse que el proceso de riesgo subyacente en el sistema financiero en su conjunto puede pensarse, en cualquier momento dado, en tres modos generales: normal, exuberante y deprimido. En las fases exuberantes, el riesgo va estar subcotizado y la deuda se acumulará a montos que expanden los límites del presupuesto.

Si este panorama es correcto o si sirve de ayuda, entonces una pregunta importante con respecto a la política es si hay que calibrar o no los

requerimientos regulatorios de base elaborados para mantener sano y salvo al sistema (los requerimientos de capital mínimo, los requerimientos mínimos de garantías sobre transacciones con derivados, entre otros) a los estados exuberantes de mundo. Un argumento en contra para hacerlo es esencialmente la ignorancia e incertidumbre sobre si en realidad hay una disyuntiva para el largo plazo que sea relevante. No necesitamos saber mucho sobre las propiedades del sistema financiero para estar seguros de cómo afectaría a la oferta de crédito y de otros servicios financieros básicos cuando se calibren los requerimientos regulatorios de base de acuerdo con los estados exuberantes más perniciosos del mundo.

Sin embargo, si un régimen se calibra para un proceso de generación de riesgo subyacente *normal*, entonces sabemos que los requerimientos regulatorios serán insuficientes cuando el mundo ingrese en un modo altamente exuberante. En estas circunstancias, los requerimientos de capital o los requerimientos de márgenes o los requerimientos de recortes o cualquier otro necesitan adaptarse para sostener el grado necesario de resistencia.

Otras circunstancias podrían justificar una recalibración temporal de los parámetros regulatorios. Si el sistema se vuelve materialmente más interconectado, los responsables de políticas se enfrentan a la opción de poner en práctica una simplificación de la red o de fortalecer sus atomísticas más pequeñas. La mejor política a más largo plazo será a menudo la primera, pero la segunda podría a veces justificarse como paliativo a más corto plazo.

Vale aclarar que en *ningún* caso —y, en realidad, a veces la interconexión aumentada y la exuberancia van de la mano— la política dinámica se trata de cambiar el *arco del portero*. Están fijos: el arco del portero está establecido por la tolerancia a las crisis como se especifica en la norma de resiliencia.

Si la consigna para la supervisión microprudencial es equidad resolutoria y de juicio, la consigna para la política macroprudencial dinámica debería ser *sistémica*. En esto es similar a las decisiones de política monetaria usuales.

¹⁰ Algunos usan el término *macroprudencial* para una política de estabilidad financiera más amplia, así como para referirse a la política dinámica, pero podemos fácilmente evitar este uso innecesario y confuso. Ver P. Tucker, “Macroprudential Policy Regimes: Definition and Institutional Implications”, conferencia Rethinking Macropolicy III, 15 y 16 de abril de 2015, por publicarse.

LA POLÍTICA MACROPRUDENCIAL NO CONSISTE EN GESTIONAR EL CICLO DEL CRÉDITO

Vale la pena agregar unas pocas palabras sobre lo que no es este concepto de política macroprudencial. En particular, dada la prevalencia de artículos dedicados a evaluar la “eficacia de los instrumentos macroprudenciales” para contener el crecimiento del crédito o la apreciación del precio de los activos, debería subrayar que no me estoy refiriendo al régimen dirigido a ajustar el ciclo del crédito.¹¹ Esto sería demasiado ambicioso. Es difícil saber si la subida temporal de, por ejemplo, los requerimientos de capital para los bancos ajustaría o relajaría la oferta de crédito a corto plazo. Cualquier medida de este tipo revelará no sólo la acción misma sino también la información sobre el estado del sistema financiero. En contraste con la política monetaria donde los datos de la economía son de dominio público, quien elabora políticas prudenciales cuenta con mucha información privada sobre las vulnerabilidades en las instituciones financieras en lo individual y sobre las conexiones entre estas instituciones. Si el mercado se sorprende de que

el responsable de la política esté lo suficientemente preocupado como para actuar, las condiciones de crédito podrían contraerse de manera brusca si los participantes del mercado concluyen, con base en la nueva información disponible para ellos, que las acciones tomadas son insuficientes. Si, en contraste, el mercado se ha adelantado a las autoridades al detectar una amenaza latente para la estabilidad y por lo tanto está aliviado de que el responsable de políticas finalmente esté despertando, las condiciones de crédito generalmente podrían hasta relajarse. Hay muchos escenarios en medio.¹²

Mi enfoque propuesto se basa menos en intentar gestionar de manera activa las condiciones de crédito, y más en apuntar a sustentar un grado deseable de resiliencia en el sistema. Como dije, esto tiene el mérito de concentrarse en el tema principal en este ámbito. Significa que debería dirigirse más esfuerzo de investigación a reflexionar sobre los orígenes de las fallas del mercado que crean la necesidad de regímenes de estabilidad y menos a la aplicación de técnicas estándar de series de tiempo de política monetaria para el nuevo conjunto de instrumentos.

5. LA ARQUITECTURA INSTITUCIONAL DE UN RÉGIMEN DE ESTABILIDAD

Con este telón de fondo, puedo hacer algunos comentarios sobre la planeación institucional de un régimen de estabilidad.

Según el modelo anterior, distingo entre 1) política de estabilidad financiera; 2) supervisión microprudencial; y 3) política macroprudencial dinámica. Esto se refleja en los regímenes en algunas jurisdicciones.

En el Reino Unido, por ejemplo, el primer y tercer puntos se asignan al Comité de Política Financiera (FPC, por sus siglas en inglés) del Banco de

¹¹ Esto significa, por cierto, que es ambiguo el término *reservas anticíclicas* de Basilea III. El término *reservas* es correcto, pero *anticíclicas* es confuso.

¹² Ver P. Tucker, “Banking Reform and Macroprudential Regulation: Implications for Banks’ Capital Structure and Credit Conditions”, SUERF/Bank of Finland Conference, Helsinki, junio de 2013, Banco de Inglaterra.

Inglaterra; el segundo en parte a la Autoridad Regulatoria Prudencial, una filial del banco central, y también a la Autoridad de Conducta Financiera. Si bien partes importantes del régimen de estabilidad recaen formalmente en la decisión del Parlamento, o en la Unión Europea, el FPC tiene la responsabilidad legal de mantener todo bajo control y de hacer recomendaciones a otros órganos (algunos de los cuales cumplen funciones de “dar cumplimiento a las normas y dar las explicaciones públicas”).

Resulta más difícil decir cómo la arquitectura regulatoria de Estados Unidos se conecta con esta estructura. La microsupervisión se asigna a una serie de organismos, pero todo el resto es un poco confuso. Esto es porque, por razones entendibles dada la cantidad de *puntos de veto* en el proceso legislativo de Estados Unidos, la ley Dodd-Frank fue aprobada poco tiempo después de la peor de las crisis y por lo tanto antes de pensar en que los regímenes de estabilidad ya había ido más allá de los puntos vitales de “más capital, más liquidez, menos interconectividad, de resolver el problema de *demasiado grandes para quebrar*”.

Dejando de lado los regímenes particulares, tengo las siguientes proposiciones sobre la arquitectura institucional:

- 1) Debería haber un solo órgano con la responsabilidad de determinar o de hacer las recomendaciones públicas sobre las reglas del juego para la estabilidad que tengan efecto sobre la norma de resiliencia. Su mandato debería abarcar a todo el sector.
- 2) No es absolutamente necesario que las tres funciones estén dentro del mismo organismo, pero donde estén en organismos separados el libre intercambio de flujo de información

De acuerdo con el modelo presentado, se distinguen la política de estabilidad financiera, la supervisión microprudencial y la política macroprudencial dinámica

debe propiciar la compatibilidad de incentivos.

- 3) Ya sea que estén localizadas dentro del mismo organismo, la microsupervisión y la política macroprudencial (y, si fuera el caso, la política monetaria) deben estar bajo control de comités separados.

- 4) La política dinámica macroprudencial debería delegarse a un órgano que esté aislado de la política cotidiana ya que este ámbito se enfrenta a grandes retos sobre el compromiso creíble.¹³

- 5) Los resultados deberían ser visibles y por lo tanto vigi-
lables.

En este artículo, me detendré exclusivamente en tres de estas proposiciones: 1), 3) y 5).

UN ENTE REGULADOR DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Un ente regulador de la estabilidad no necesita *controlar* todos los instrumentos, Ciertamente, si es un organismo independiente, no debería hacerlo porque no debería controlar el código tributario. Donde la cura pueda trascender las opciones de distribución, tendrá que ser transmitida al gobierno/legislatura electa en vez de ser decidida por responsables de política independientes aislados de la política cotidiana.

Pero el ente regulador de la estabilidad debe ser libre y, ciertamente, tener la obligación de hacer recomendaciones públicas a otros órganos.

¹³ Podría también existir un problema estricto de incoherencia en el tiempo en el sentido de un planificador social con preferencias que no cambian y que parte de un plan óptimo a largo plazo porque puede mejorarlo en un solo periodo. Esta duda no ha sido investigada suficientemente.

Además, probablemente debería ser capaz de dirigir los cambios de normas en los entes microreguladores ya que de no ser así habría una amenaza material para la estabilidad.

Obviamente, solamente esto sería un cambio importante ya que implica que la actual arquitectura regulatoria presenta fallas fundamentales en muchas jurisdicciones.

SI UN SOLO ORGANISMO TIENE LA
RESPONSABILIDAD DE DISTINTAS
FUNCIONES DE ESTABILIDAD,
SON VITALES LOS COMITÉS
SEPARADOS Y LOS SUBREGÍMENES

El segundo punto en que quiero explayarme tiene que ver con la estructura de los organismos con múltiples funciones que apuntalan a la estabilidad, incluso quizás a la política monetaria. En concreto, ¿por qué se apuesta por comités u órganos diferentes, en el Reino Unido, el FPC y el PRA, si la política de estabilidad financiera, la microsupervisión y la política macroprudencial dinámica no son separables en cualquier sentido estricto? La respuesta gira en torno a la protección contra cualquier *falla del gobierno* dados los incentivos de los organismos de misión múltiple.

Sin duda, el conjunto de capacidades y las disposiciones son diferentes. La buena supervisión microprudencial enfocada en las acciones ocultas requiere de una mentalidad asociativa, forense, hasta escéptica. La buena política de estabilidad financiera, esto es, la expresión de cómo debería aplicarse la norma de resiliencia al sistema en diferentes sectores y actividades, requiere de una mente analítica que abarque la macroeconomía, así como las finanzas y la microeconomía de la información, incentivos, etcétera.

Esto sólo indica que el conjunto de habilidades son diferentes. La finalidad de los comités separados es mitigar el problema de los incentivos en organismos que cumplen múltiples misiones. Tal como demostraron algunos artículos formales como los de Holmstrom y Milgrom y algunos

trabajos de observación como el de J. Q. Wilson un cuarto de siglo atrás, los organismos se esfuerzan por hacer un buen trabajo ofreciendo más de una función, ya que tienden a orientar su esfuerzo a la actividad más visible, más sobresaliente. Así por algún tiempo quedó consagrado en la ortodoxia de la Nueva Administración Pública (*New Public Management*), que a menudo se considera como el ejemplo de adjudicación de una función, una misión para un organismo. Pero como he argumentado, en la arena de la estabilidad tenemos distintas funciones pero una meta común: nadie puede dar resultados sin el otro, y por lo tanto los flujos de información deben ser ininterrumpidos. Los distintos organismos tienden a estar plagados de incentivos para competir más que para cooperar. La estructura del Reino Unido de órganos de política separados dentro de un organismo está ideada para abrirse paso a través de la misma, siendo el ingrediente clave el hecho de que cada comité tiene una mayoría de miembros que sólo pertenecen a ese comité y por lo tanto están motivados a brindar su contribución a la estabilidad.

EL CARÁCTER VISIBLE Y VIGILABLE DE LOS
RESULTADOS: LA ECONOMÍA POLÍTICA
DE LAS PRUEBAS DE RESISTENCIA

Esa estructura organizativa busca abordar los incentivos en torno a los esfuerzos. Pero sólo progresan si los resultados de cada comité o actividad son visibles y por lo tanto si pueden ser vigilados en función de una meta o un estándar razonablemente claro.

En función de nuestro modelo, los resultados según 1) y 3), el régimen base de estabilidad financiera y su ajuste dinámico, son fácilmente observables.

Los resultados según 2), microsupervisión, han sido tradicionalmente sumamente opacos. Este problema ha impregnado la supervisión *prudencial* en particular, prácticamente desde su inicio, generando la idea o la doctrina entre sus practicantes de que el trabajo de los supervisores

prudenciales *debe* ser confidencial: que de no ser así, el mundo no sería seguro. Si bien entiendo por qué las personas llegan a creer esto, pienso que es un sinsentido peligroso y está completamente enfrentado a la idea paralela de que los supervisores prudenciales deberían ser independientes, es decir, estar aislados de la política cotidiana. Muy lejos del recorte de incentivos y por lo tanto del riesgo asociado de captura, la opacidad va en sentido contrario a la necesidad, en una democracia, de ser capaces de vigilar el ejercicio de la autoridad delegada. Si la supervisión prudencial *debe* ser opaca, entonces debería estar bajo el control político o, alternativamente, sujeto a la supervisión de un comité de la legislatura cuyos miembros, como los comités que vigilan la seguridad y la inteligencia, están sujetos a deberes muy estrictos de reserva.

Por fortuna, están despuntando indicios de una solución al problema de la opacidad. Ya hemos descrito un objetivo: una norma de resiliencia.

Finalmente, puede observarse ahora un gran producto de la supervisión: la prueba de resistencia. Se publican tanto el escenario como los resultados. No se publican los *modelos* usados por las autoridades, porque podrían ser burlados. No sé cuál es la solución a esto, excepto quizás castigos muy severos contra la elusión y el arbitraje. Pero el punto importante es que el único producto y el más importante de la microsupervisión puede observarse, debatirse, criticarse y, lo más importante, informar el debate público sobre si la norma de resiliencia elegida es la apropiada.

6. MICROPRUDENCIAL FRENTE A MACROPRUDENCIAL

Ahora, y finalmente, estoy en condiciones de ofrecer respuestas a las preguntas que me formuló la Reserva Federal de Boston. De manera inusual, voy a presentarlas en formato de pregunta y respuesta para estar seguro de cubrir el área especificada por los organizadores de la conferencia.

1) ¿Cuál es la función objetivo que está intentando maximizar la supervisión en este momento?

Debería ser la resiliencia sistémica del sistema financiero como un todo, para que pueda mantener la provisión de los servicios clave ante la presencia de grandes choques.

Por lo tanto la sociedad necesita elegir qué *tamaño* de choque el sistema quiere ser capaz de soportar dada su tolerancia ante la crisis y la imagen de la autoridad de la estructura del sistema y la manera en que se transmitirían las grandes pérdidas.

Esta idea está implícita en el estándar de capital de Basilea III, pero necesita desglosarse cuidadosamente. La norma de resiliencia necesita aplicarse en todo el sistema, pero adoptaría distintas formas para las distintas actividades y funciones.

2) En particular, ¿las funciones objetivo de la supervisión microprudencial y macroprudencial son diferentes? De serlo, ¿cómo se concilian

dentro de la supervisión general cuando entran en conflicto?

No, ambas tienen como meta mantener el grado deseado de resiliencia del sistema. Es vital construir el régimen para que no entren en conflicto. Este comprende:

- Establecer un marco acorde a las metas estatutarias. Así, por ejemplo, si se ha especificado la meta microprudencial en términos de seguridad y solidez de las empresas individuales, entonces tanto la seguridad como la solidez necesitan especificarse en términos de cómo se vinculan con el riesgo sistémico. (El estatuto 2012 del Reino Unido hace precisamente esto.) Asimismo, la microsupervisión no debería tener otro objetivo estatutario del mismo rango.
- El organismo microsupervisor no debería decidir los parámetros del régimen regulatorio. O, si lo hace, debería estar sujeto a un poder estatutario de anulación del órgano de política de estabilidad financiera.
- Si no se cumplen estas condiciones, la jurisdicción competente está en camino a tener problemas.
- Dentro de la Reserva Federal, esto significa que la política regulatoria debería elaborarla (realmente) la Junta de Gobernadores, con minutas de las reuniones de acuerdo con el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés), etcétera.

3) ¿La supervisión intenta minimizar las pérdidas de las instituciones financieras sistémicas?

No trata de evitar el fracaso de las empresas, fondos o estructuras individuales. El grado deseado de resiliencia de las empresas individuales debería determinarse por la amenaza que representan para la estabilidad del sistema.

Así, el grado deseado de resiliencia *ex ante* depende, entre otras cosas, de la calidad y de la credibilidad del régimen de resolución.

4) ¿Trata de estabilizar a los mercados financieros?

Definitivamente no como una meta central o directa. Las autoridades no saben cómo hacer esto; y aun si lo supieran, podría no ser deseable. Mantener el flujo de servicios financieros, por medio de un sistema suficientemente resiliente como para soportar choques hasta el nivel deseado por la sociedad, debería ayudar a reducir *ex post* la volatilidad en los precios del mercado después de choques de hasta esa gravedad.

5) ¿Minimiza las pérdidas de un hipotético fondo de seguros?

Lo importante aquí es tener una política congruente en el tiempo para, en términos generales, las intervenciones del *asegurador de última instancia* y para estructurarlas de manera tal que los costos sean internalizados, en la medida de lo posible, transversalmente dentro de la industria, sus inversionistas y clientes, en vez de extenderse a las próximas generaciones.

Posiblemente en este punto debería hacer una confesión. He respondido a las preguntas de la Reserva Federal de Boston, pero al hacerlo he dejado de lado sus definiciones de supervisión micro y macroprudencial. Se estructuraron en función de obtener dictámenes sobre las empresas individuales y sobre el sistema en su conjunto:

Si bien la supervisión microprudencial debería incorporar los efectos de los eventos macroeconómicos sobre la salud de las instituciones individuales, la supervisión macroprudencial incorpora dimensiones adicionales. Las inquietudes con respecto a la estabilidad financiera requieren de políticas que sean más prospectivas, que tengan un enfoque adicional en las potenciales fallas y externalidades de los mercados, y que presten

mayor atención a las interacciones de los intermediarios financieros y los mercados financieros.¹⁴

En resumen, he partido de esas definiciones a dos niveles. Primero y lo más importante, deberíamos definir los regímenes y subregímenes, en términos de *resultados* y no de *insumos*. Segundo, pero relacionado con lo anterior, el régimen que gobierna la microsupervisión de las empresas individuales, fondos, etc., también tiene que ser prospectivo y necesita reflejar externalidades, etc., así como (y en esto coincido con la Reserva Federal) la repercusión de los eventos macroeconómicos en las empresas.

Dada la respuesta posible de que mi visión surge del tiempo dedicado a analizar a las empresas grandes y complejas, hoy en día conocidas como instituciones financieras de importancia sistémica o SIFI, por sus siglas en inglés, todo lo que diría es que las exposiciones comunes de las empresas pequeñas pueden causar gran daño, como descubrió el Reino Unido en carne propia durante la Crisis Bancaria Secundaria de los años setenta y después redescubrió en la Crisis de los Bancos Pequeños de principios de los noventa. El primer director del Comité de Supervisores de Basilea, George Blunden, estuvo cerca de consignar la omnipresencia del problema, cuando, a mediados de los ochenta, decía:

Es parte del trabajo [del supervisor] adoptar una visión sistémica más amplia y a veces reprimir las prácticas que hasta los bancos prudentes podrían considerar como seguras.¹⁵

Nada de lo que dije implica que la pregunta subyacente de la Reserva Federal sobre el potencial de conflicto es inapropiada donde el régimen general no está correctamente elaborado. Todos aquí conocen la distancia cultural entre los

microsupervisores y los macroinvestigadores/analistas que caracterizaron a algunos de los bancos centrales, entre ellos la Reserva Federal, por muchos decenios.

Donde el régimen general no está bien formulado, los funcionarios públicos tienen la obligación de identificar las fallas, hacerlas públicas y buscar ayuda de la legislatura para remediarlas.

En caso de que esto sea considerado como la fantasía ingenua de un miembro de una democracia parlamentaria que no entiende el proceso legislativo estadounidense, agregaría que los funcionarios tienen otra función: organizar sus propias instituciones de manera tal que, siempre y cuando sea posible dentro de la ley, sinteticen un régimen más cercano a lo óptimo. Podemos pensar en el ejercicio anual de la prueba de resistencia como un gran paso en este sentido: obliga a los supervisores y a los analistas macroeconómicos a trabajar en conjunto, enfocados en la evaluación prospectiva de amenazas al sistema que se manifiestan en empresas individuales, tomando en cuenta sus interconexiones. Beneficios entre organismos de una clase similar pueden cosecharse una vez que comienza la prueba de resistencia de los CCP, involucrando valores, derivados, entes reguladores bancarios y macrosupervisores.

Al sintetizar un régimen menos subóptimo, hay temas en torno a la organización de los procedimientos de toma de decisiones y también de transparencia. Me referiré a ellos en el cierre de este artículo.

¹⁴ Tomado del programa original de la conferencia enviado a los conferencistas.

¹⁵ Por entonces, Blunden ya no ejercía funciones en el Comité de Basilea y era vicegobernador del Banco de Inglaterra.

He descrito un régimen de estabilidad financiera que incluye los siguientes componentes:

- El establecimiento de una norma de resiliencia aplicada, *mutatis mutandis*, para todas las partes relevantes del sistema.
- La microsupervisión de empresas, fondos y estructuras de acuerdo con la norma, ante la opacidad idiosincrásica y los incentivos para acciones ocultas.
- Ajuste dinámico macroprudencial de los parámetros regulatorios básicos a fin de sostener la norma deseada de resiliencia a medida que cambia el mundo.
- Acuerdos de gestión de crisis *ex ante*.

En términos generales, el primero es la política general manifestada en la redacción de normas ideadas para curar o mitigar las externalidades y que debe difundirse con profusión, dado el problema de *recursos comunales*; el segundo es la búsqueda de las acciones ocultas y la emisión de juicios resolutorios para cada caso; el tercero es para mantener una política sistemática de modo que se ofrezca una norma de resiliencia consistente en el tiempo; y el cuarto, que no he tratado aquí, es una sombra vital que ayuda a dar forma a los incentivos.

El grado al cual los regímenes del mundo real se acercan a esa estructura varía mucho en las distintas jurisdicciones. No estoy seguro de que se hayan debatido en profundidad las experiencias sobre cómo debería enmarcarse la microsupervisión o de que se haya actuado al respecto, si bien se puede ver evidencia de eso exactamente en algunas de las reformas internas de la Reserva Federal. Y no estoy convencido de que muchas democracias de las economías avanzadas tengan autoridades de estabilidad financiera u órganos macroprudenciales con las especificaciones que señalé para estas funciones.

Pero como esta es una conferencia convocada y organizada por un banco central, concluiré con unas pocas ideas incompletas sobre qué significa todo esto para la banca central y para este banco central en particular.

Hace más de medio siglo que Richard Musgrave dividió los tres propósitos del Estado: eficacia distributiva, equidad distributiva y estabilidad macroeconómica.¹⁶ Por lo general, pensamos en los bancos centrales

¹⁶ Musgrave omitió la seguridad, posiblemente aduciendo que estaba interesado en el *estado fiscal*.

como dedicados a la tercera: a la estabilidad macroeconómica. Es verdad. Aun con responsabilidades adicionales para la supervisión prudencial (micro y macro), podemos pensar en ellos como comprometidos con la estabilización intertemporal del sistema monetario en su conjunto.

Pero si se les atribuye la responsabilidad de la política de estabilidad financiera o el deber de hacer recomendaciones de política a otros órganos a fin de brindar estabilidad (la primera de mis cuatro funciones), entonces ingresa a la *rama distributiva* también. Esto es porque uno de los ingredientes de cualquier política apropiada de estabilidad estará diagnosticando y recetando remedios para las externalidades que impulsan el problema de la estabilidad. Los bancos centrales deberían estar involucrados en esto solamente en tanto que las ineficacias sean materialmente relevantes para la estabilidad, y no en la búsqueda de la eficacia en términos más generales.

Segundo, si los bancos centrales tienen responsabilidad en distintas facetas de un régimen de estabilidad, deberían reclamar que su legislatura les otorgue un objetivo simple, holístico. Es decir, los objetivos de cualquier responsabilidad microprudencial *deben* ser completamente compatibles con cualquier función de estabilidad más amplia.

En tercer lugar, donde los bancos centrales tienen distintos tipos de funciones, como cualquier banco central que combina la estabilidad con la política monetaria, deberían solicitar a su legislatura, si fuera necesario, el establecimiento de comités separados de política estatutaria, con la plana mayor a cargo de garantizar los flujos sin fricciones de la información entre ellos.

Cuarto, deberían garantizar que los resultados básicos en cada frente sean transparentes y puedan compararse contra un estándar global.

Esto es parte integral del establecimiento de regímenes robustos para el nuevo mundo. Y todo esto es aun antes de que se llegue a las preguntas sobre las diseminaciones y la cooperación internacionales, dado que el *grupo común* con el cual

comencé es, como mencioné, la ausencia de la autarquía financiera, un grupo mundial.

Si algo así es correcto aunque sea en términos generales, entonces la Reserva Federal goza de algunas ventajas fortuitas pero también se enfrenta a algunos retos. Del lado positivo, comienza con la Junta como órgano de política regulatoria que está separado de la línea de supervisión en las reservas federales regionales y del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC). La Junta está en posición de plantear una política de estabilidad para el dominio de las empresas sobre las cuales tiene jurisdicción, compatible con la legislación nacional y los estándares internacionales. Por lo que a mí concierne, las actas publicadas de la Junta serían tan interesantes en este ámbito como pueden ser las del FOMC para la política monetaria.

Entre los retos, mencionaría dos. La Junta es también un órgano que toma decisiones resolutorias en casos particulares, y necesita operar de manera diferente para esa función que cuando expresa la norma de resiliencia. Estados Unidos no cuenta claramente con un órgano de estabilidad financiera que pueda aplicar una norma de resiliencia a todo el sistema, y que sea responsable del arbitraje regulatorio (acciones ocultas para consumir el *patrimonio comunal de resiliencia*), particularmente activo y problemático aquí. Tampoco Estados Unidos tiene un órgano macroprudencial como lo he definido aquí (aparte de las *reservas anticíclicas* de los bancos).

Entonces, en reducidas cuentas, desde la perspectiva de la Reserva Federal, y debería señalarse que hay otras perspectivas importantes, se enfrenta, internamente, a intentar cumplir sus responsabilidades microprudenciales y a asumir funciones dentro de un modelo que se adapte al mundo de hoy (y, en realidad, como sabemos por experiencia propia, al mundo de ayer). Y puertas afuera, como nos gusta decir a los ingleses, se enfrenta a intentar forjar una estabilidad financiera colectiva por medio de un órgano, el Consejo de Supervisión de la Estabilidad Financiera, con poderes limitados y donde no es fácil para todas sus organizaciones

miembro reconocer el imperativo de la estabilidad dados sus propios mandatos estatutarios inmodificables. Este coctel debería preocupar aquí del mismo modo que, creo, preocupa a los colegas en el resto del mundo.

A modo de cierre, la pregunta de la Reserva Federal de Boston sobre si los microsupervisores y los macrosupervisores pueden estar en desacuerdo podría ser una buena pregunta sólo en un sistema con un diseño fallido. Por lo tanto, posiblemente es una buena pregunta. Pero sigue siendo una pregunta sobre la cual los funcionarios públicos pueden hacer mucho para responderla.

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 prociclicidad 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 equi-

librio 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.volckeralliance.org/resources/reshaping-financial-regulatory-system>>.

POLÍTICA MONETARIA Y POLÍTICA MACROPRUDENCIAL: DIFERENTES Y SEPARADAS

Lars E. O. Svensson

¿Cómo se deben dirigir la política monetaria y la política macroprudencial? ¿Deberían tener la misma meta o metas diferentes? ¿Deberían estar coordinadas o llevarse a cabo de manera separada? Para responder a estas interrogantes, es necesario especificar cómo pueden distinguirse las distintas políticas económicas en general y las políticas macroprudenciales en particular, cómo pueden determinarse las metas y los instrumentos de política adecuados para cada política económica, y cómo deberían asignarse entre las autoridades y los organismos responsables de la toma de decisiones las responsabilidades para lograr las metas y el control de los instrumentos adecuados.¹

1. ¿CÓMO SE PUEDEN DISTINGUIR LAS DISTINTAS POLÍTICAS ECONÓMICAS?

En general, cuando presentamos diferentes políticas económicas, las diferenciamos según sus metas, sus instrumentos y las autoridades que controlan los instrumentos y que son responsables de lograr tales metas. Por ejemplo, sin ahondar en detalles, es obvio que la política monetaria y la política fiscal son diferentes políticas económicas, con diferentes metas, instrumentos y autoridades responsables. Además, es obvio que hay una importante interacción de las políticas. Por ejemplo, la política fiscal tiene efectos en la inflación y el empleo, y

¹ Este documento extiende la presentación en Svensson (2015b).

Stockholm School of Economics y Fondo Monetario Internacional. El CEMLA traduce y publica con la debida autorización el texto elaborado a partir de la ponencia presentada en la 59ª Conferencia Económica sobre Política Monetaria Macroprudencial, del Banco de la Reserva Federal de Boston, el 2 y el 3 de octubre de 2015. El autor agradece a Lars Hörngren y los comentaristas Tobias Adrian y Frederic Mishkin por sus útiles aportaciones. Las opiniones expresadas son exclusivas del autor y no necesariamente representan las del FMI o la política del Fondo.

estos efectos tienen que ser tomados en cuenta en la conducción de la política monetaria. Asimismo, la política monetaria tiene efectos sobre los gastos y los ingresos fiscales, y estos tienen que ser considerados por la dirección de la política fiscal. A pesar de esta interacción, por lo general la política monetaria y la fiscal se llevan a cabo de manera separada, y cada una de ellas tiene en cuenta los efectos de la otra, en una situación perfectamente descrita en términos de la teoría de juegos como el equilibrio de Nash, donde cada autoridad

elige independientemente sus instrumentos para lograr sus metas, teniendo en cuenta cómo aplica la política la otra autoridad, en lugar de un equilibrio cooperativo en la cual las dos autoridades eligen de manera conjunta sus instrumentos para lograr metas conjuntas. Ante esta situación, una pregunta interesante y relevante es si la relación de política monetaria y macroprudencial es similar o diferente a la relación establecida y entendida entre la política monetaria y la fiscal.

2. ¿CÓMO PUEDEN DISTINGUIRSE LA POLÍTICA MONETARIA Y LA MACROPRUDENCIAL?

La *política monetaria*, bajo metas flexibles de inflación, tiene dos metas: la estabilidad de precios y la estabilidad real, más precisamente estabilizar la inflación en torno a la meta de inflación y utilizar recursos en torno a su meta sostenible de largo plazo.² Conforme al mandato dual de la Reserva Federal, las dos metas son la estabilidad de precios y el pleno empleo, esto es, para estabilizar la inflación en torno a la meta de inflación de la Reserva Federal y el empleo en torno a su tasa máxima sostenible a largo plazo.

En tiempos normales, los instrumentos de política monetaria son la tasa de política y la comunicación. Esta última incluye la publicación de pronósticos de variables meta, tales como la inflación y el desempleo y posibles mensajes del banco central sobre la orientación de la política monetaria, tales como la publicación del rumbo de la tasa de política y una proyección para la tasa de política. En tiempos de crisis, es más grande el conjunto de instrumentos e incluye políticas de balance general, tales como la compras de activos (expansión cuantitativa), préstamo a tasas fijas con vencimientos a más largo plazo,³ e intervenciones en el tipo de

² La tasa sostenible a largo plazo o el nivel de utilización de recursos puede medirse como el máximo nivel de empleo sostenible, la mínima tasa de desempleo sostenible o el nivel potencial de producto.

³ El préstamo a tasa fija puede clasificarse como política monetaria, porque puede considerarse que su función primordial es mantener fija la tasa de política actual al menos hasta el vencimiento del préstamo. El préstamo a tasa variable puede considerarse principalmente como soporte de liquidez (flexibilidad crediticia) y como préstamo de última instancia. Durante épocas de crisis a veces no es tan clara la clasificación del proceder de los bancos centrales: la misma acción del banco central podría tener aspectos de política

cambio y pisos del tipo de cambio. La autoridad que controla los instrumentos y que es responsable de lograr las metas es el banco central.

Para la política *macroprudencial*, la meta es la *estabilidad financiera*. La definición de estabilidad financiera no es tan clara y obvia como la de estabilidad de precios y pleno empleo. Una definición relevante de estabilidad financiera es que el *sistema financiero puede cumplir sus tres funciones centrales (transformar el ahorro en financiamiento, brindar gestión del riesgo y transmitir pagos) con suficiente resiliencia ante las perturbaciones que amenazan estas funciones*. La parte crucial de la definición es *suficiente resiliencia*. En el futuro, habrá inevitables perturbaciones y choques al sistema financiero, muy posiblemente de procedencias inesperadas y del tipo inesperado. El tema crucial es entonces que haya suficiente resiliencia ante las perturbaciones, para limitar la probabilidad y la gravedad de las crisis financieras.⁴

Los instrumentos de la política macroprudencial son la supervisión, la regulación y la comunicación, incluyendo requerimientos de capital y liquidez, límites máximos de la relación de préstamo a valor (LTV), informes de estabilidad financiera, pruebas de resistencia de bancos, otras instituciones financieras y hogares, etcétera.⁵

fiscal, monetaria o de estabilidad financiera. En estos casos, prefiero clasificar las acciones de acuerdo con su finalidad principal.

⁴ La regulación tiene beneficios en cuanto sirve para remediar los efectos negativos de las externalidades, pero podría también tener costos en términos de menor eficiencia en la asignación de recursos, menos competencia, etcétera. Es fácil entender la disyuntiva entre estabilidad y eficiencia en muchas situaciones. La regulación podría también tener efectos en la distribución de los ingresos y la riqueza, entre ellos efectos intergeneracionales. Para poder responder a esto, la política macroprudencial podría tener una meta secundaria. El Comité de Política Fiscal del Banco de Inglaterra “tiene como meta secundaria apoyar la política económica del gobierno” (Banco de Inglaterra, 2015). No me extendo más en la función de esta meta secundaria en el presente escrito.

⁵ Los instrumentos de política micro y macroprudencial se superponen, y la frontera entre ellos no está clara. Por lo tanto, se podría presentar una *política financiera* más amplia que incluye tanto la política micro como la macroprudencial y que

La autoridad o autoridades que controlan los instrumentos macroprudenciales y que son responsables de lograr y mantener la estabilidad financiera varían en cada país, y podrían incluir la autoridad de supervisión financiera, al banco central, al ministerio de finanzas y otras instituciones regulatorias y supervisoras.

Claramente, desde el punto de vista antes mencionado, la política monetaria y macroprudencial son políticas diferentes y distintivas. Pero ¿qué tan estrechamente relacionadas están? ¿Realmente tendrían que tener diferentes metas?

tiene como meta la estabilidad financiera (donde el foco de la política microprudencial en la estabilidad se considera parte de una política para la estabilidad del sistema financiero). En este escrito, continúo usando la expresión *política macroprudencial*, si bien podría también haber usado la expresión *política financiera* (o *política de estabilidad financiera*, como la usé en trabajos anteriores por ejemplo Svensson, 2015b). Ver FMI (2013) por un debate extenso sobre las metas y el alcance de la política macroprudencial y su relación con la política microprudencial y la gestión de crisis y políticas de resolución.

3. ¿LA POLÍTICA MONETARIA DEBERÍA TENER UNA TERCERA META, LA ESTABILIDAD FINANCIERA?

En particular, ¿la política monetaria debería tener una tercera meta, no sólo la estabilidad de precios sino también la estabilidad financiera? Estoy convencido de que la respuesta a esta pregunta es no. La política monetaria no debería tener como meta la estabilidad financiera. La razón es que la política monetaria no puede lograr la estabilidad financiera.⁶

Un principio importante es que las políticas económicas sólo deberían tener metas que se puedan lograr.⁷ La política monetaria sólo debería aspirar a metas que la política monetaria pueda lograr. Por lo tanto, ¿qué puede lograr la política monetaria?

La política monetaria puede estabilizar la inflación en torno a una meta de inflación dada y puede estabilizar la utilización de recursos en torno a su tasa sostenible de largo plazo estimada. Como la meta de inflación a más largo plazo está determinada principalmente por la política monetaria, es posible seleccionar una meta fija para la tasa de inflación y para la política monetaria y así lograr una meta de inflación promedio durante un periodo más largo o cercana a ella (FOMC, 2015).

En contraste, la tasa de utilización de recursos sostenibles a largo plazo (medidos, por ejemplo, por el producto potencial o la tasa mínima de desempleo sostenible a largo plazo) se determina sobre todo no por la política monetaria sino por los factores no monetarios que afectan la estructura y el funcionamiento de la economía. Estos factores podrían cambiar con el tiempo y podrían no ser observables y medibles directamente. Esto significa que no es apropiado establecer una meta de política monetaria

⁶ La respuesta a la pregunta relacionada, “¿Los *bancos centrales* deberían tener una meta de estabilidad financiera?” depende de si el banco central tiene el control de cualquiera de los instrumentos macroprudenciales o no lo tiene. Si lo tiene, la meta del uso de estos debería ser la estabilidad financiera. Luego sigue la duda de si la *política monetaria* del banco central debería tener como meta adicional la estabilidad financiera. Si el banco central carece de instrumentos macroprudenciales, como en el caso del Riksbank, la duda es realmente si sólo la política monetaria debería tener o no la estabilidad financiera como meta adicional.

⁷ Obviamente, ese principio debería aplicarse a todas las políticas públicas, no sólo las políticas económicas. Además, para las políticas económicas, la meta última para toda la política económica puede decirse que es salvaguardar y mejorar el bienestar de los ciudadanos. Esta meta final se expresa normalmente en términos de unas pocas metas específicas que contribuyen al bienestar de los ciudadanos, por ejemplo, la distribución eficaz de recursos, el crecimiento alto y estable, empleo pleno y estable, estabilidad de precios, distribución justa de estándares de vida, equilibrio regional y un buen ambiente. Cada política económica podría tener todas estas metas. Pero es mejor dar a cada política económica una meta específica que pueda lograr y que contribuya a las metas finales. De esta manera, la política puede ser más eficaz, y la rendición de cuentas para cada meta específica puede asignarse más directamente.

fija para la tasa de utilización de recursos a largo plazo; la tasa a largo plazo debe estimarse, y tales estimaciones son necesariamente inciertas y están sujetas a revisión (FOMC, 2015).

Así, la política monetaria no puede aumentar la tasa sostenible a largo plazo de utilización de recursos; para ello, deben usarse las políticas estructurales. Por lo general, la política monetaria no puede resolver problemas estructurales.

Es lógico que la estabilidad de precios y la estabilidad real en el sentido antes mencionado sean metas adecuadas para la política monetaria.⁸ Pero, ¿qué hay de la estabilidad financiera? ¿Puede la política monetaria lograr la estabilidad financiera?

Si hay algo que deberíamos haber aprendido de la crisis financiera mundial es que la estabilidad de precios no implica estabilidad financiera. La política monetaria puede lograr la estabilidad de precios, pero no puede lograr la estabilidad financiera. No hay manera de que la política monetaria pueda afectar sistémicamente y por lo tanto que pueda lograr suficiente resiliencia del sistema financiero; por ejemplo, obviamente no hay manera de que la política monetaria pueda garantizar que haya suficiente capital y reservas de liquidez en el sistema financiero. Además, como se expone más adelante en profundidad, la evidencia teórica y empírica sugiere que *el ir en contra de la corriente*, principio promovido por el BPI (2014) que implica que la ejecución de una política de alguna manera más restrictiva de lo justificable mediante la estabilización de la inflación en torno a la meta de inflación y de la utilización de recursos en torno a su tasa sostenible de largo plazo, es una manera ineficaz y hasta contraproducente de promover la estabilidad financiera. La tasa de política simplemente tiene un efecto demasiado pequeño e incierto sobre la probabilidad o gravedad de una crisis financiera para equiparar los costos significativos de una política más restrictiva.

⁸ No hace falta decir que la inestabilidad fiscal o financiera puede evitar o hacer que sea difícil que la política monetaria logre sus metas.

Stein (2013) ha postulado un argumento teórico supuestamente más sólido a favor del principio de *ir en contra de la corriente* con fines de estabilidad financiera: “si bien la política monetaria podría no ser la herramienta más adecuada para el trabajo, tiene una ventaja importante en relación con la supervisión y la regulación: que penetra en todas las grietas [del sistema financiero]”. Pero a esto agregaría que, dadas las estimaciones empíricas, un aumento modesto de la tasa de política apenas cubriría el fondo de las grietas. Para rellenarlas, habría que elevar tanto la tasa de política que se aniquilaría a la economía.

Además, la política macroprudencial no puede lograr la estabilidad de precios. La política macroprudencial (junto con la política microprudencial) puede en principio lograr la estabilidad financiera, pero la política macroprudencial no puede estabilizar la inflación en torno de la meta de inflación y el empleo en torno a su nivel sostenible estimado máximo. Así, ambas políticas se necesitan para lograr tanto las metas de política monetaria de estabilidad de precios y estabilidad real como la meta macroprudencial de estabilidad financiera.

Aun así, ambas políticas interactúan. La política macroprudencial afecta los mercados financieros, los diferenciales entre distintas tasas de interés, y los préstamos bancarios. Mediante los límites máximos al LTV, se afecta el endeudamiento de los hogares, la demanda de vivienda, los precios de bienes raíces y la construcción. De esta manera influye directamente en la inflación y en la utilización de recursos. La política monetaria afecta las tasas de interés, la producción y el empleo, las ganancias, las pérdidas de crédito y los precios de los activos. De esta manera afecta el servicio de la deuda, los balances generales y el apalancamiento. Por ende, influye indirecta *mas no sistemáticamente*, en la estabilidad financiera.⁹

⁹ Además, como destaca Bernanke (2015), la tasa de interés neutral/natural/de equilibrio se determina por factores estructurales, no mediante la política monetaria. La política monetaria sólo puede permitir que la tasa de política se desvíe apenas por encima o por debajo de la tasa neutral

Así, ambas políticas interactúan, como lo hacen la política fiscal y la política monetaria. La interacción de las políticas monetaria y macroprudencial es la razón por la cual cada política se lleva a cabo contando con toda la información sobre las acciones y los efectos de la otra política pero, como se discute más adelante, no es un argumento para compartir las metas o para que estén explícitamente coordinadas. Al igual que con la política monetaria y la fiscal, la estrecha interacción no es razón para tener las mismas metas o para llevarlas a cabo coordinadamente.

Desde mi perspectiva, si hay problemas con la estabilidad financiera, para garantizar la estabilidad financiera simplemente no hay más remedio que utilizar otras políticas más allá de la política monetaria o de la política macro y microprudencial primaria (u otras políticas apropiadas para el problema preciso que nos ocupa). Si la política macroprudencial en vigor es insuficiente o ineficaz, la única opción es elaborar y aplicar una mejor política macroprudencial.

4. ¿LA POLÍTICA MACROPRUDENCIAL Y LA POLÍTICA MONETARIA DEBERÍAN LLEVARSE A CABO DE MANERA SEPARADA O COORDINADA?

De esta manera, la política monetaria y la macroprudencial son políticas diferentes. Esto es igual cuando la misma institución, el banco central, está a cargo de ambas políticas. Así, la interrogante de si deberían llevarse a cabo de manera separada o coordinada es también relevante si el banco central está a cargo de ambas políticas. En este caso, la duda es si debería haber órganos separados de toma de decisiones dentro del banco para ambas políticas, con metas separadas e instrumentos separados.

Mi idea es que, en tiempos normales, es mejor llevar a cabo la política monetaria y macroprudencial de manera independiente, y que cada política tome en cuenta la conducta y los efectos de la otra política a fin de lograr sus metas de la mejor manera posible. Como se señaló anteriormente, esto es similar a la manera de llevar a cabo las políticas monetaria y fiscal. En términos de la teoría del juego, corresponde a un equilibrio de Nash no cooperativo más que a un equilibrio cooperativo.

Es lo mejor por dos razones: primero, a pesar de la interacción de las políticas, no hay duda de que la política monetaria es mucho más eficaz que la política macroprudencial para estabilizar la inflación en torno a la

(política contractiva o expansiva, respectivamente). El efecto de la política monetaria debería por lo tanto ser el efecto sólo de la brecha entre la tasa de política real y la tasa neutral, no el efecto de toda la tasa de política.

meta de inflación y el empleo en torno a la tasa máxima sostenible, mientras que la política macroprudencial es mucho más eficaz que la política monetaria para lograr la estabilidad financiera. Segundo, deja en claro qué responsabilidad tienen los organismos de toma de decisiones de cada política.¹⁰

En tiempos de *crisis*, más que en tiempos normales, esto es, cuando se lleva a cabo la *gestión de una crisis* más que la *prevención de una crisis*, las cosas son diferentes. Se garantiza la cooperación plena y las políticas coordinadas por las autoridades relevantes. Estas autoridades podrían incluir a la autoridad de supervisión financiera, al banco central, al ministerio de finanzas, a la autoridad de resolución de la banca, etcétera.

5. ¿LAS POLÍTICA MONETARIA Y MACROPRUDENCIAL DEBERÍAN SER LLEVADAS ADELANTE POR LA MISMA AUTORIDAD O POR AUTORIDADES DIFERENTES?

Como se mencionó antes, mi idea es que la política monetaria y la macroprudencial son políticas económicas bastante diferentes y la mejor manera de llevarlas a cabo es de manera separada. Esto significa que debería haber organismos de toma de decisiones separados, cada uno con metas e instrumentos separados, y cada uno responsable de lograr las metas.

Se mejora la eficacia de la política macroprudencial y sus mecanismos de rendición de cuenta si una autoridad controla todos los instrumentos macroprudenciales. La división de instrumentos entre diversas autoridades hace que sea difícil la rendición de cuentas de las autoridades, y que se corra el riesgo de que las distintas autoridades apliquen los instrumentos diferentes con fines contrapuestos o al menos de manera ineficiente. Hay al menos dos modelos claros que están en condiciones de funcionar bien. Un modelo es el del Banco de Inglaterra, el cual tiene responsabilidad de la política monetaria y macroprudencial.

Hay dos cuerpos de toma de decisiones, el Comité de Política Monetaria (MPC, por sus siglas en inglés), a cargo de la política monetaria, y el Comité de Política Financiera (FPC, por sus siglas en inglés), a cargo de la política macroprudencial. Cada comité tiene sus metas e instrumentos propios, y cada uno es responsable de lograr estas metas. Además, cada política se lleva a cabo de manera abierta y transparente, y hay traslape de

¹⁰ Bean (2014) presenta un profundo debate sobre por qué y cómo la política monetaria y la política de estabilidad financiera pueden lograr un buen resultado para cada política enfocándose en sus metas.

miembros en los dos comités. Esto hace que cada comité esté plenamente informado sobre la política del otro.¹¹

Otro modelo es la estructura sueca. En agosto de 2013, el gobierno sueco anunció una nueva estructura reforzada de estabilidad financiera en Suecia y se delimitaron las funciones y responsabilidades de las distintas autoridades. Se le asignó a Finansinspektionen, la FSA sueca, la tarea principal de la estabilidad financiera y el control de todos los instrumentos macroprudenciales, incluso las reservas de capital anticíclico.¹² Por lo tanto el Riksbank no cuenta con instrumentos macroprudenciales para la prevención de crisis (excepto la comunicación); sólo el préstamo de última instancia para gestionar una crisis.

La asignación de metas e instrumentos mejora la eficiencia y los mecanismos de rendición de cuenta al asignar todos los instrumentos macroprudenciales a una autoridad. Como la FSA ya tenía el control de todos los instrumentos microprudenciales, también ubicó todos los instrumentos micro y macroprudenciales en una institución. En general, la frontera entre los instrumentos micro y macroprudenciales puede ser, hasta cierto punto, poco clara y podría decirse que la política macroprudencial es mucho más cercana a la política microprudencial que a la política monetaria. Además, en un sector financiero similar al de Suecia, donde los cuatro bancos principales en un cómodo oligopolio dominan el sector financiero, la política microprudencial tiene consecuencias macroprudenciales y la distinción entre política micro y macroprudencial es menos clara aún. En términos generales, podría decirse que hay algunas ganancias adicionales de eficacia y de rendición de cuentas si se juntan la política micro y macroprudencial en una sola. Como la FSA es una autoridad dependiente del gobierno, el gobierno tiene la responsabilidad y es quien debe rendir cuentas

en última instancia por la estabilidad financiera, incluyendo cualquier consecuencia y desventaja intergeneracional y distribucional.¹³

La política monetaria y la macroprudencial en Suecia se llevan a cabo de manera muy transparente y abierta, lo cual facilita el acceso a toda la información por parte del Riksbank y de la FSA sobre la conducta y los efectos de las políticas de las otras autoridades. Además, el gobierno ha creado un nuevo Consejo de Estabilidad Financiera, integrado por el ministro de mercados financieros, del Ministerio de Finanzas, quien encabeza el Consejo y por los directores generales de la FSA y la Oficina Nacional de la Deuda de Suecia (la autoridad nacional bancaria de resolución) y el gobernador del Riksbank como sus miembros. El Consejo de Estabilidad Financiera se reúne con regularidad y es un foro de intercambio de información y de debate de temas de estabilidad financiera, que incluye la elaboración de informes encargados por el Consejo a los grupos de trabajo integrados por el personal de las autoridades representadas en el Consejo. El Consejo no tiene poder de decisión; este poder recae en las autoridades representadas en el Consejo. El Consejo constituye un foro donde las autoridades pueden intercambiar información sobre sus respectivas visiones y políticas relacionadas con la estabilidad financiera. En una crisis, el Consejo liderará y coordinará la gestión de crisis.

En la práctica, los aspectos relativos a la historia y a la economía política explican en gran medida los acuerdos institucionales particulares de cada país, por ejemplo en Estados Unidos. Allí, los instrumentos macroprudenciales, la regulación y la supervisión se dividen entre diversas autoridades con distintos mandatos. Esto, junto con los intereses creados y el extensivo cabildeo por parte de la industria financiera y la consiguiente influencia política hacen que la regulación macroprudencial eficaz sea bastante difícil.

¹¹ Ver Kohn (2015) para detalles acerca del modelo del Reino Unido.

¹² Sin embargo, el gobierno ha sido lento en dar a la FSA la autoridad legal necesaria para controlar todos los instrumentos macroprudenciales.

¹³ En Suecia, el Riksbank es una autoridad que depende del Parlamento sueco, no del gobierno.

6. ¿QUÉ SUCEDERÍA SI LA POLÍTICA MONETARIA REPRESENTARA UNA AMENAZA PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA?

En contadas ocasiones podrían surgir situaciones imprevistas en las que la política monetaria represente una amenaza para la estabilidad financiera aun cuando cumpla con las metas de política monetaria. En principio, la autoridad macroprudencial debería ser capaz de contener tales amenazas con sus instrumentos disponibles. Pero ¿cómo se debería manejar la situación cuando tal amenaza no se pueda contener con facilidad?

El mensaje del banco central sobre la orientación de la política monetaria de agosto de 2013 por parte del MPC del Banco de Inglaterra es un buen ejemplo de cómo manejar tal situación (Banco de Inglaterra, 2013). En ese momento, el MPC acordó su intención de no aumentar la tasa de intervención hasta que la tasa de desempleo hubiera caído a un umbral

del 7%, sujeto a que no se incumplieran alguno de los tres límites de salida, el tercero de los cuales es la opinión del FPC de que la postura de política monetaria representa una amenaza significativa a la estabilidad financiera que no puede ser contenida por la serie de acciones de política de mitigación disponibles para el FPC, para la Autoridad de Conducta Financiera y para la Autoridad de Regulación Prudencial de manera compatible con sus metas.

Así, según este ejemplo, la autoridad macroprudencial debería advertir sobre si la política monetaria representa una amenaza para la estabilidad financiera que la autoridad financiera no pueda contener con sus instrumentos de política disponibles. Entonces, la autoridad de política monetaria podría elegir ajustar la política monetaria, ya

sea contrayéndola (yendo en contra de la corriente) o relajándola (yendo con la corriente), dependiendo de la situación. Esto aclara la responsabilidad de cada autoridad y hace posible que estén listas para rendir cuentas. En efecto, la posición del MPC es la de “cumplir o explicar”. Como la decisión final de ajustar la política monetaria queda en manos de la autoridad de política monetaria, se mantiene su independencia para dirigir esta política.

En particular, debería ser la autoridad macroprudencial, no la autoridad de política monetaria, quien decidiera si la política monetaria representa una amenaza a la estabilidad financiera que no se puede contener con sus instrumentos disponibles. El principio debería ser la autoridad a cargo de la meta sea quien decida si la meta está amenazada de manera tal que se necesita ayuda, y no otra autoridad. La autoridad de política

Debería ser la autoridad macroprudencial, no la autoridad de política monetaria, quien decidiera si la política monetaria representa una amenaza a la estabilidad financiera

monetaria no debería ser la que decida si la política representa una amenaza para la autoridad macroprudencial.

Si ese principio se hubiera aplicado en Suecia en 2010 y la FSA hubiera sido la autoridad que decidiera si la política monetaria constituía una amenaza a la estabilidad financiera que no pudiera ser contenida con los instrumentos disponibles de la

FSA, probablemente no se habría aplicado el atrevido y tan debatido principio de ir en contra de la corriente adoptado por el Riksbank en 2010-2011. Esto naturalmente lleva a un debate sobre si la política monetaria debería o no remar en contra de la corriente en un intento por promover la estabilidad financiera.

7. ¿LA POLÍTICA MONETARIA DEBERÍA A VECES IR EN CONTRA DE LA CORRIENTE?

En el debate en marcha sobre política monetaria y política financiera, se ha dado considerable importancia al tema particular de si la política monetaria debería remar en contra de la corriente (de los precios de activos y los auges del crédito), más precisamente si debería elevar la tasa de política algo más de lo justificable estabilizando la inflación en torno a la meta de inflación y de la utilización de recursos en torno a su tasa sostenible a largo plazo, con el fin de promover la estabilidad financiera. Este tipo de política ha sido fuertemente defendida por el BPI, por ejemplo en BPI (2014).

La experiencia reciente en Suecia ofrece un ejemplo dramático. En junio de 2010, los pronósticos de inflación y de desempleo por parte del Riksbank para Suecia y por parte del FOMC para Estados Unidos eran muy parecidas. La proyección de la inflación fue de menos del 2% y la del desempleo superó ampliamente la estimación de cada banco central de una tasa sostenible a largo plazo (Svensson, 2011). En referencia a esta situación y a las pronosticadas en junio de 2010, Bernanke (2010) concluyó: “Dadas las metas del Comité, parecería, si el resto de los factores se mantienen invariables, que estamos frente a un caso que requiere de mayor acción” (queriendo decir mayor flexibilización de la política monetaria). Ciertamente, el FOMC seguía en aquel momento manteniendo una tasa de política cercana a cero y comenzaba a preparar la QE2.

En contraste, a pesar de pronósticos similares, la mayoría de la junta ejecutiva del Riksbank decidió no continuar con la tasa de política cercana a cero y no preparó una QE, sino que elevó aquella tasa de modo rápido de un 0.25% en junio de 2010 a un 2% en julio de 2011, alegando preocupaciones por los precios en el mercado inmobiliario y por la deuda de los

hogares.¹⁴ Como consecuencia de esta decisión, la tasa de desempleo permaneció en aproximadamente un 8% y la inflación cayó. La inflación del IPC ha estado en aproximadamente cero o ha sido negativa desde fines de 2012. Para julio de 2014, el Riksbank se había visto forzado a reducir la tasa de política nuevamente a un 0.25%, el desempleo seguía en aproximadamente un 8% y la inflación en cero. Aparentemente abandonó también cualquier intento de usar la tasa de política para influir en los precios del mercado inmobiliario y en la deuda de los hogares. Para febrero de 2015, había bajado la tasa de política a menos 0.10% y el banco anunciaba el inicio de un programa de QE. Para julio de 2015 la tasa de política se había reducido a menos 0.35%, y el desempleo había bajado un poco, pero la inflación estaba en valores ligeramente negativos.

El dramático ajuste de 2010-2011 se hizo sin un análisis de respaldo sobre la eficacia de la tasa de política como instrumento para contener el crecimiento de la deuda de los hogares y los precios en el mercado inmobiliario, en particular sin un análisis costo-beneficio explícito. El trabajo empírico en ese momento indicaba costos muy altos en términos de producto y de desempleo y efectos escasos en la deuda y los precios en el mercado inmobiliario.¹⁵ Además,

El efecto de la tasa de política sobre la probabilidad y gravedad de una crisis es demasiado pequeño para que el beneficio sea significativo desde el punto de vista económico

no había estudios que indicaran que el nivel de precios del mercado inmobiliario planteara algún tipo de riesgo que la FSA no pudiera controlar con sus límites máximos de LTV del 85% introducidos por la FSA en el otoño de 2010 para las nuevas hipotecas. También la FSA podía evaluar los riesgos con considerable precisión en su excelente informe sobre el mercado de hipotecas, el cual entre otras cosas incluía las pruebas de resistencia sobre nuevos tomadores de hipotecas usando datos individuales recopilados de los bancos.¹⁶

Esta experiencia ciertamente ha estimulado mi interés personal por el análisis de costo beneficio de remar contra la corriente. En Svensson (2016), uso una manera simple de medir costos y beneficios en términos del desempleo esperado. El alza de la tasa de política tiene costo al incrementar la futura tasa de desempleo. La tasa de política tiene un posible beneficio al reducir la probabilidad o la gravedad de una crisis futura y por lo tanto de reducir de alguna manera la tasa de desempleo esperada. Usando estimaciones del Sveriges Riksbank (2014), Schularick y Taylor (2012) y Flodén (2014) muestro que, si se mide de esta manera, el beneficio es menos de un 1% del costo. La razón es que el efecto de la tasa de política sobre la probabilidad y gravedad de una crisis es demasiado pequeño para que el beneficio sea significativo desde el punto de vista económico.

Además, destaqué que remar contra la corriente parece tener una falla inherente, porque podría implicar llevar la inflación por debajo de las expectativas inflacionarias anteriores y restringir el crecimiento de los ingresos nominales. De este modo, se incrementa la carga de deuda real y se reduce

¹⁴ Como vicegobernador y miembro de la junta ejecutiva del Riksbank en ese momento, disentí con cada incremento de la tasa, por razones explicadas en Svensson (2010) y con más detalle en las actas de las reuniones de política del Riksbank. Por ejemplo, reunión de junio-julio de 2010, Sveriges Riksbank (2010, disponible en inglés en <www.larseosvensson.se> o en <www.riksbank.se>). Las lecciones de seis años de formular políticas se resumen en Svensson (2013).

¹⁵ Ver, por ejemplo, Assenmacher-Wesche y Gerlach (2010), Bean, Paustian, Penalver y Taylor (2010), Dokko, Doyle, Kiley, Kim, Sherlund, Sim y Van den Heuvel (2009), y (usando datos de Suecia y elaborado por miembros del personal del Riksbank) Claussen, Jonsson, y Lagerwall (2011).

¹⁶ El reporte 2010 sólo está disponible en sueco; a partir de 2011 el informe del mercado de hipotecas está también disponible en inglés. El más reciente es Finansinspektionen (2015).

la capacidad de servicio de la deuda de los agentes. Así, se reduce la estabilidad financiera y ciertamente esto puede resultar contraproducente.

En Svensson (2016), el costo y el beneficio marginales de incrementar la tasa de política se evalúa con más detalle usando una función de pérdida cuadrática. Para las estimaciones empíricas, la suma descontada de los costos marginales futuros anticipados de incrementar la tasa de política es mucho mayor que la suma descontada de los beneficios marginales futuros anticipados. Además, y en cierta medida sorprende, una política macroprudencial menos eficaz, al grado que incrementa la probabilidad, gravedad o duración de una crisis, incrementa los costos marginales más de lo que aumenta los beneficios marginales, lo que hace más fuertes aun los argumentos para no usar el principio de ir en contra de la corriente. La razón para este resultado es que ir en contra de la corriente tiene posibles beneficios en forma de una reducción de la probabilidad o gravedad de una crisis. Tiene costos en términos de una economía más débil con menos inflación y más desempleo, si no ocurre una crisis. Sin embargo, también tiene un costo *si* se desata una crisis, porque el costo de una crisis es mayor si la economía está más débil en su inicio. Con una mayor probabilidad, gravedad o duración de una crisis debida a una política macroprudencial menos eficaz, por las estimaciones empíricas, este costo de una crisis es más alto que los beneficios, haciendo que los costos de ir en contra de la corriente excedan aún más los beneficios. Así, parece ser erróneo el argumento habitual de que podría justificarse el ir en contra de la corriente si la política macroprudencial es menos eficaz.

Un reciente Staff Paper del FMI (FMI, 2015) presenta un análisis y una encuesta detallados sobre las ventajas y desventajas de ir en contra de la corriente y halla que, excepto en circunstancias excepcionales, los costos superan a los beneficios. Concluye que, “con base en los conocimientos actuales, son limitados los casos donde se justifica el uso del principio de ir en contra de la corriente,

ya que en casi todas las circunstancias los costos superan los beneficios”. El expresidente de la Junta de la Reserva Federal Bernanke y los presidentes del Banco de la Reserva Federal Evans y Williams han llegado a conclusiones similares.¹⁷

La principal conclusión de política de este trabajo es que cualquier principio de ir en contra de la corriente sólo debería aplicarse con fundamento en un profundo análisis de costo-beneficio. Dada la evidencia disponible, la carga de la prueba debería recaer sobre aquellos defensores de ir en contra de la corriente. Me sorprendería mucho encontrar un análisis costo-beneficio convincente que apoye el principio de ir en contra de la corriente.

¹⁷ Bernanke (2015): “Como les gusta decir a los académicos (y exacadémicos), hace falta más investigación en el tema. pero los primeros resultados no favorecen la idea de que el banco central deba cambiar significativamente sus políticas de fijación de tasas para mitigar los riesgos para la estabilidad financiera”. Evans (2014): “Ciertamente, cualquier decisión de depender de las políticas de tasa de interés más restrictivas para lograr la estabilidad financiera a expensas de resultados macroeconómicos más pobres debe pasar una prueba de costo-beneficio. Y tal prueba tendría que ilustrar claramente que sería mejor y más aceptable para la sociedad obtener resultados económicos adversos a partir de una tasa de interés más restrictiva que los resultados que puedan lograrse usando sólo herramientas de supervisión mejoradas para abordar los riesgos para la estabilidad financiera. Todavía tengo que ver argumentos convincentes en este sentido”. Williams (2015): “La política monetaria es poco adecuada para abordar las inquietudes de estabilidad financiera, aun como recurso de última instancia”.

No deberíamos esperar demasiado de la política monetaria. En el mejor de los casos, la política monetaria podría estabilizar la inflación en torno a una meta de inflación dada y la utilización de recursos en torno a su tasa sostenible a largo plazo estimada y de esta manera mantener la inflación promedio conforme a su meta y la utilización de recursos promedio igual a su tasa sostenible a largo plazo. En particular, la política monetaria no puede lograr la estabilidad financiera; se necesita una política macroprudencial separada para ello.

La política monetaria y la política macroprudencial son políticas diferentes, con instrumentos adecuados diferentes, y en muchos países con autoridades responsables diferentes. Aun así, podría haber considerable interacción de ambas. En este sentido, la relación entre la política monetaria y la macroprudencial es similar a la que hay entre la política monetaria y la fiscal. Además, dado que la política monetaria es mucho más eficaz para lograr la estabilidad de precios y la estabilidad real, y que la política macroprudencial es mucho más eficaz en el logro de la estabilidad financiera, las dos políticas deberían conducirse de manera independiente, pero cada una de ellas plenamente informada sobre la otra y teniendo en cuenta la conducta de la otra. Esto significa que debería llevarla a cabo por órganos separados de toma de decisiones, también cuando el banco central esté a cargo de ambos. Esto permite que cada órgano de toma de decisiones sea responsable de lograr esas metas. También en este sentido, la política monetaria y la macroprudencial son similares a la política monetaria y a la fiscal.

No puede negarse que, en raras ocasiones, la política monetaria podría representar una amenaza a la estabilidad financiera que no puede contenerse con los instrumentos de la autoridad macroprudencial. La autoridad para determinar si se está en presencia de esta situación debería ser la autoridad macroprudencial. Entonces esta autoridad debería advertir a la autoridad de política monetaria que se está frente a tal amenaza, para que la autoridad de política monetaria pueda decidir ajustar la política monetaria o no. Esto deja en claro sobre quién recae cada responsabilidad y hace posible que la autoridad esté en condiciones de rendir cuentas. También respeta la independencia de la política monetaria.

Con el conocimiento actual, hay poco o nada de base empírica para justificar que la política monetaria vaya en contra de la corriente con fines de estabilidad financiera, esto es, que la política monetaria se restrinja más de lo justificado de acuerdo con solamente las metas de esta política. Los costos estimados son más grandes que los posibles beneficios. Ciertamente, el ir en contra de la corriente tiene una falla inherente, porque podría implicar llevar la inflación por debajo de las expectativas y

restringir el crecimiento de los ingresos nominales. Por consiguiente, incrementa la carga de la deuda real, reduce la capacidad para atender el servicio de la deuda de los agentes y puede reducir la estabilidad financiera, con lo cual podría resultar contraproducente. En cualquier caso, cualquier

principio de ir en contra de la corriente se justifica si se basa en un análisis de costo-beneficio profundo. La carga de prueba debería correr por parte de los defensores del principio de ir en contra de la corriente.

BIBLIOGRAFÍA

- Assenmacher-Wesche, Katrin, y Stefan Gerlach (2010), "Credit and Bubbles", *Economic Policy*, julio, pp. 437-482.
- Banco de Inglaterra (2013), *Monetary Policy Trade-offs and Forward Guidance*, agosto, disponible en <www.bankofengland.co.uk>.
- Banco de Inglaterra (2015), "Financial Policy Committee," website, <www.bankofengland.co.uk>.
- Banco de Pagos Internacionales (2014), *84th Annual Report: 1 April 2013-31 March 2014*, disponible en <www.bis.org>.
- Bean, Charles, Matthias Paustian, Adrian Penalver y Tim Taylor (2010), "Monetary Policy after the Fall", en *Macroeconomic Challenges: The Decade Ahead*, Banco de la Reserva Federal de Kansas City, disponible en <www.kansascityfed.org>.
- Bean, Charles (2014), "The Future of Monetary Policy", presentación en Londres, 20 de mayo, disponible en <www.bankofengland.co.uk>.
- Bernake, Ben S. (2010), "Monetary Policy Objectives and Tools in a Low Inflation Environment", discurso realizado en Boston, 15 de octubre, disponible en <www.federalreserve.gov>.
- Bernanke, Ben S. (2015), "Should Monetary Policy Take into Account Risks to Financial Stability?", entrada de bitácora, 7 de abril, disponible en <www.brookings.edu>.
- Claussen, Carl Andreas, Magnus Jonsson y Björn Lagerwall (2011), "A Macroeconomic Analysis of House Prices in Sweden", en Sveriges Riksbank, *The Riksbank's Inquiry into the Risks in the Swedish Housing Market*, pp. 67-95, disponible en <www.riksbank.se>.
- Dokko, J., Brian Doyle, Michael T. Kiley, Jinill Kim, Shane Sherlund, Jae Sim, y Skander Van den Heuvel (2009), *Monetary Policy and the Housing Bubble*, Federal Reserve Board, Finance and Economics Discussion Series, 2009-9.
- Evans, Charles L. (2014), "Thoughts on Accommodative Monetary Policy, Inflation and Financial Instability", presentación en Hong Kong, 28 de marzo, disponible en <www.chicagofed.org>.
- Finansinspektionen (The Swedish Financial Supervisory Authority, 2015), *The Swedish Mortgage Market*, disponible en <www.finansinspektionen.se>.

- Flodén, Martin (2014), “Did Household Debt Matter in the Great Recession?”, suplemento de la entrada de bitácora en *Economistas.se*, disponible en <www.martinfloden.se>.
- Fondo Monetario Internacional (2013), *Key Aspects of Macroprudential Policy*, Staff Report, disponible en <www.imf.org>.
- Fondo Monetario Internacional (2015), *Monetary Policy and Financial Stability*, Staff Report, disponible en <www.imf.org>.
- FOMC (2015), “Statement on Longer-run Goals and Monetary Policy Strategy”, en vigor desde el 24 de enero de 2012, reformada a partir del 27 de enero de 2015, disponible en <www.federalreserve.gov>.
- Schularick, Moritz, y Alan M. Taylor (2012), “Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870-2008”, *American Economic Review*, vol. 102, pp. 1029-1061.
- Stein, Jeremy C. (2013), “Overheating in Credit Markets: Origins, Measurement, and Policy Responses”, presentación en St. Louise, 7 de febrero, disponible en <www.federalreserve.gov>.
- Svensson, Lars E. O. (2010), “Some Problems with Swedish Monetary Policy and Possible Solutions”, presentación en Estocolmo, 24 de noviembre, disponible en <www.riksbank.se>.
- Svensson, Lars E. O. (2011), “Practical Monetary Policy: Examples from Sweden and the United States”, en *Brookings Papers on Economic Activity*, otoño, pp. 289-332, disponible en <www.brookings.edu>.
- Svensson, Lars E. O. (2013), “Some Lessons from Six Years of Practical Inflation Targeting”, *Sveriges Riksbank Economic Review*, núm. 2013:3, pp. 29-80, disponible en <www.riksbank.se>.
- Svensson, Lars E. O. (2015a), “‘Inflation Targeting and Leaning Against the Wind’, in South African Reserve Bank (2015)”, en *Fourteen Years of Inflation Targeting in South Africa and the Challenges of a Changing Mandate: South African Reserve Bank Conference Proceedings 2014*, South African Reserve Bank, Pretoria, disponible en <www.larseosvensson.se>.
- Svensson, Lars E. O. (2015b), “What Can Monetary Policy Achieve and What Is the Relation between Monetary Policy and Financial Stability”, capítulo X en Oesterreichische Nationalbank, *The Challenge of Economic Rebalancing in Europe: Perspectives for CESEE Countries*, Edward Elgar, disponible en <www.larseosvensson.se>.
- Svensson, Lars E. O. (2016), “Cost-benefit Analysis of Leaning against the Wind: Are Costs Always Larger than Benefits, and Even More So with a Less Effective Macroprudential Policy?”, IMF Working Paper wp/16/03, <www.larseosvensson.se>.
- Sveriges Riksbank (2010), minutas del Monetary Policy Meeting el 30 de junio de 2010, disponible en <www.riksbank.se>.
- Sveriges Riksbank (2014), “The Effects of Monetary Policy on Household Debt”, recuadro en el *Monetary Policy Report February 2014*, disponible en <www.riksbank.se>.

MONETARIA

VOLUMEN XXXVII, NÚMERO 1,
ENERO-JUNIO 2015

MATRIMONIO, PARTICIPACIÓN DEL EMPLEO
Y PRODUCCIÓN EN EL HOGAR EN LA BÚSQUEDA
DE EQUILIBRIO

Roberto Bonilla
Alberto Trejos

DINÁMICA INFLACIONARIA Y LA CURVA DE PHILLIPS
HÍBRIDA NEOKEYSIANA: EL CASO DE CHILE

Carlos A. Medel

DEUDA DE LOS HOGARES E INCERTIDUMBRE:
EL CONSUMO PRIVADO DESPUÉS
DE LA GRAN RECESIÓN

Ángel Estrada
Daniel Garrote
Eva Valdeolivas
Javier Vallés

EVALUACIÓN DEL MARCO REGULATORIO
FINANCIERO DE BARBADOS

Anthony Wood
Kimarie Clement

Miembros del CEMLA

ASOCIADOS

Banco Central de la República Argentina	Banco Central de Reserva de El Salvador
Centrale Bank van Aruba	Banco de Guatemala
Central Bank of The Bahamas	Bank of Guyana
Central Bank of Barbados	Banque de la République d'Haïti
Central Bank of Belize	Banco Central de Honduras
Banco Central de Bolivia	Bank of Jamaica
Banco Central do Brasil	Banco de México
Eastern Caribbean Central Bank	Banco Central de Nicaragua
Cayman Islands Monetary Authority	Banco Central del Paraguay
Banco Central de Chile	Banco Central de Reserva del Perú
Banco de la República (Colombia)	Banco Central de la República Dominicana
Banco Central de Costa Rica	Centrale Bank van Suriname
Banco Central de Cuba	Central Bank of Trinidad and Tobago
Centrale Bank van Curaçao en Sint Maarten	Banco Central del Uruguay
Banco Central del Ecuador	Banco Central de Venezuela

COLABORADORES

Bancos centrales

Deutsche Bundesbank (Alemania)	Banca d'Italia
Bank of Canada	Bangko Sentral ng Pilipinas
Banco de España	Banco de Portugal
Federal Reserve System (Estados Unidos de América)	Sveriges Riksbank (Suecia)
Banque de France	Swiss National Bank
	European Central Bank

Otras instituciones

Superintendencia de Bancos y Seguros (Ecuador)	Turks and Caicos Islands Financial Services Commission
Superintendencia del Sistema Financiero (El Salvador)	Banco Centroamericano de Integración Económica
Superintendencia de Bancos de Guatemala	Banco Latinoamericano de Comercio Exterior, S. A.
Comisión Nacional de Bancos y Seguros (Honduras)	CAF-Banco de Desarrollo de América Latina
Superintendencia de Bancos de Panamá	Deutscher Genossenschafts- und Raiffeisenverband e.V. (Confederación Alemana de Cooperativas)
Superintendencia de Bancos (República Dominicana)	Fondo Latinoamericano de Reservas

CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS
Asociación Regional de Bancos Centrales

www.cemla.org

