



LA RELACIÓN ENTRE POLÍTICA MONETARIA Y POLÍTICA DE ESTABILIZACIÓN FINANCIERA*

Lars E. O. Svensson**

I. INTRODUCCIÓN

¿Cómo se relacionan la política monetaria y la política de estabilidad financiera? ¿Cómo se pueden distinguir una de otra? ¿Son similares o distintas? ¿Deberían coincidir sus objetivos o no? ¿Cómo se implementan, en forma coordinada o por separado? ¿Deberían implementarse por una misma autoridad o diferentes? ¿Y si la primera representa una amenaza para la segunda? ¿Debería la política monetaria “pararse a contraviento”¹ en algunos casos (de auge de precios de activos o de crédito)?

Cómo responder a estas interrogantes es tema de continuo debate. Antes de aventurar respuestas, es necesario especificar qué distingue a las distintas políticas económicas en general, y a la monetaria y la de estabilidad financiera en particular; cómo se puede definir objetivos apropiados e instrumentos para cada política económica; y cómo se debe asignar las responsabilidades de lograr los objetivos y el control de los instrumentos adecuados entre las autoridades y organismos de toma de decisiones².

La siguiente sección distingue las diferentes políticas económicas en general: la sección III distingue las políticas monetaria y de estabilidad financiera en particular; la sección IV analiza si la política monetaria debería tener la estabilidad financiera como objetivo adicional; la sección V analiza si ambas deben implementarse e forma coordinada o por separado; la sección VI analiza si estas deben ser conducidas por una misma autoridad o por autoridades separadas; la sección VII se centra en el manejo de una situación en la que la política monetaria podría representar una amenaza para la estabilidad financiera. La sección VIII aborda el tema de la política monetaria de “apoyarse a contraviento” (LAW); Esto incluye un resumen de, primero, el ejemplo sueco de una LAW drástico y, en segundo lugar, un cambio total de política y

* Este trabajo fue presentado en la XI Conferencia del Banco Central de Chile “Política Monetaria y Estabilidad Financiera: Mecanismos de Transmisión e Implicancias de Política”, en Santiago, los días 16 y 17 de noviembre de 2017. Agradezco a Tobias Adrian, Lars Hörngren, Donald Kohn, Frederic Mishkin, Philip Turner, Rodrigo Vergara y participantes en la conferencia por sus útiles aportes y comentarios. Todas las opiniones y errores son exclusivos del autor.

** Stockholm School of Economics, CEPR y NBER. E-mail: leosven@gmail.com

1 Traducción de la expresión acuñada por la Fed “to lean against the wind, o LAW” en inglés, que se refiere a la política de los bancos centrales de modificar los instrumentos cuando cambian las presiones inflacionarias (NdeT).

2 Este escrito amplía la discusión presentada en Svensson (2016) y se ha beneficiado de Kohn (2015).

el abandono de dicha estrategia. También incluye un resumen de la investigación sobre los costos y beneficios de LAW, y una demostración de que este implica una inflación promedio más baja y una tasa de política más baja en promedio. La sección XI presenta algunas conclusiones.

II. ¿CÓMO SE DISTINGUEN ENTRE SÍ LAS DISTINTAS POLÍTICAS ECONÓMICAS?

En general, cuando se analizan diferentes políticas económicas, se las distingue según sus objetivos, sus instrumentos y las autoridades que controlan los instrumentos y son responsables de lograr los objetivos. Por ejemplo, sin entrar en detalles, es obvio que la política monetaria y la política fiscal son políticas económicas diferentes, con distintos objetivos, instrumentos y autoridades responsables. Es obvio también que existe una interacción considerable entre ellas. Por ejemplo, la política fiscal tiene efectos sobre la inflación y el empleo, efectos que la autoridad monetaria debe tener en cuenta. Además, la política monetaria tiene efectos en los ingresos y gastos del gobierno, incluidos los intereses sobre la deuda pública, y estos deben tenerse en consideración en la conducción de la política fiscal.

A pesar de esta interacción, normalmente las políticas monetaria y fiscal se conducen por separado, pero la una tiene en consideración las acciones y efectos de la otra. Esto corresponde al llamado “equilibrio de Nash” en la teoría de juegos, donde cada jugador escoge sus instrumentos en forma independiente para lograr sus objetivos, teniendo en cuenta las acciones del otro jugador. No debe confundirse con el llamado “equilibrio cooperativo”, donde ambos jugadores escogen juntos sus instrumentos para alcanzar sus mutuos objetivos.

Dado lo anterior, una pregunta interesante y relevante es si la relación entre política monetaria y política de estabilidad financiera es similar o distinta de la bien establecida y conocida relación entre política monetaria y política fiscal.

III. ¿QUÉ DISTINGUE LA POLÍTICA MONETARIA DE LA POLÍTICA DE ESTABILIDAD FINANCIERA?

Con el fin de distinguir entre política monetaria y política de estabilidad financiera, cabe echar un vistazo a las metas, instrumentos y autoridades responsables de una y otra.

La *política monetaria* con metas de inflación persigue dos objetivos: la estabilidad de precios y la estabilidad real, o más precisamente estabilizar la inflación alrededor de una meta y la utilización de recursos en torno a una tasa sustentable en el largo plazo. Esta tasa sustentable de largo plazo para la utilización de recursos se puede medir como la tasa máxima sustentable de empleo, la tasa mínima sustentable de desempleo, o el nivel de producto potencial. Por ejemplo, según el mandato doble de la Reserva Federal, los dos objetivos son la estabilidad de precios y el máximo empleo (lo que se conoce como pleno empleo), esto es, estabilizar la inflación alrededor de la meta inflacionaria

de la Fed y el empleo alrededor de su tasa máxima (estimada) sustentable de largo plazo³.

En tiempos normales, los instrumentos con que cuenta la política monetaria son la tasa de interés de política y la comunicación. Esta última incluye la difusión de proyecciones para las variables objetivo —inflación y desempleo, por ejemplo— y una posible orientación prospectiva, como la trayectoria futura de la tasa de política, es decir, una proyección de la misma. En tiempos de crisis, la batería de instrumentos de política monetaria es más amplia e incluye políticas para la hoja de balance, como compra de activos a gran escala (flexibilización cuantitativa), créditos a plazos más largos a tasa fija⁴, o intervención al tipo de cambio y límites a la paridad. La autoridad a cargo de controlar los instrumentos y responsable del logro de los objetivos de la política monetaria es el banco central.

Antes de adentrarme en las metas, instrumentos y autoridades responsables de la política de estabilidad financiera, permítanme aclarar que uso el concepto de política de estabilidad financiera en una forma ampliada que abarca tanto la política macro y microprudencial como la resolución. Sin embargo, la discusión se referirá principalmente a la política macroprudencial. Además, es importante distinguir entre tiempos normales con prevención de crisis (financiera) por un lado, y tiempos de crisis y gestión de crisis por el otro. La política de estabilidad financiera implica tanto la prevención como la gestión de crisis. Esta discusión se centrará principalmente en la política de estabilidad financiera orientada a la prevención de crisis⁵.

En cuanto a la *política de estabilidad financiera*, la meta es la *estabilidad financiera*. La definición del concepto no es tan clara y obvia como la definición de estabilidad de precios y estabilidad real. Una definición apropiada de estabilidad financiera es que *el sistema financiero pueda cumplir bien sus tres funciones principales*, que son: transformar el ahorro en financiamiento, permitir la gestión de riesgos, y transmitir los pagos, con *suficiente resiliencia frente a las perturbaciones que amenazan dichas funciones*. El elemento crucial

3 Como explico en Svensson (2011), soy escéptico en cuanto a la utilidad de la estimación del producto potencial como medida confiable de utilización plena de los recursos, y pienso que en general es más confiable la estimación de la tasa de desempleo sostenible en el largo plazo.

4 Los préstamos del banco central a tasa fija se clasifican como política monetaria, porque se pueden ver como un compromiso principalmente para mantener fija la actual tasa de política al menos hasta el vencimiento del préstamo. Los préstamos a tasa variable pueden verse principalmente como respaldo de liquidez (relajo del crédito) y préstamos de última instancia. En tiempos de crisis y gestión de crisis, clasificar las acciones del banco central a veces no resulta obvio. Una misma acción del banco central puede tener elementos de política fiscal, monetaria o de estabilidad financiera. En tales casos, prefiero clasificar las acciones en función de su propósito principal.

5 Véase Tucker (2015, 2016) para una discusión cuidadosa de estos temas. Sin embargo, la definición de Tucker para política macroprudencial enfatiza el ajuste dinámico de los parámetros regulatorios para mantener un grado deseado de resiliencia en el sistema. Considero que el énfasis en el ajuste dinámico es demasiado restrictivo; la política macroprudencial podría incluir, en gran medida, políticas constantes, como los requisitos de capital fijo, que no se ajustan dinámicamente o, al menos, se modifican muy poco. Para garantizar que se incluya políticas prudenciales más estructurales y constantes, prefiero usar el término más amplio de política de estabilidad financiera (que es algo más restrictivo incluso que el término más amplio de política financiera, que podría abarcar más políticas, como protección del consumidor y política de competencia para el sector financiero).

de esta definición es la *suficiente resiliencia*. En el futuro habrá inevitablemente perturbaciones y *shocks* en el sistema financiero, con toda probabilidad vendrán de frentes imprevistos, como imprevista será la forma que tomarán. Lo central es entonces que haya resiliencia suficiente frente a las perturbaciones, de manera de acotar la probabilidad de ocurrencia y la magnitud de las crisis financieras.

La resiliencia del sistema financiero debe considerarse de manera más amplia. No es solo la capacidad de recuperación de los acreedores, bancos y otros intermediarios financieros lo que importa. También es importante la resiliencia de los deudores, incluidos hogares y empresas, por ejemplo en el sector inmobiliario y la construcción.

Cabe destacar que puede haber un dilema entre estabilidad financiera y resiliencia por un lado, y eficiencia, crecimiento y prosperidad por el otro. Por supuesto, no queremos la estabilidad del cementerio. La regulación tiene beneficios en la medida en que remedia los efectos negativos de algunas fallas del mercado, como las externalidades, pero también puede tener costos en términos de menor competencia, asignación de recursos menos eficiente, u otro. La regulación también puede tener efectos de redistribución de ingresos y riqueza, incluso entre generaciones. Esto significa que la política de estabilidad financiera debe tener un objetivo secundario. Por ejemplo, el Comité de Política Financiera del Banco de Inglaterra tiene el objetivo secundario de “apoyar la política económica de Su Majestad, incluidos sus objetivos de crecimiento y empleo” (Hammond, 2017).

En todo caso, aquí no profundizaré la discusión sobre el papel de tal objetivo secundario⁶.

En tiempos normales, es decir, cuando se trata de prevenir una crisis, los instrumentos de la política de estabilidad financiera son la supervisión, la regulación y la comunicación. Esto incluye exigencias de capital y liquidez, como restricciones a la transformación de plazos, límites al ratio préstamo sobre valor, pruebas de tensión a bancos, otras empresas financieras y hogares; informes de estabilidad financiera, etcétera⁷.

En tiempos de crisis, esto es, gestión de crisis, las cosas son muy diferentes. Luego, todas las autoridades pertinentes (fiscales, monetarias y de resolución

6 Dado que hay un posible dilema entre resiliencia y prosperidad, Tucker (2015) analiza la necesidad de contar con una decisión explícita de política sobre un estándar de resiliencia que la política de estabilidad financiera debe mantener.

7 Los instrumentos de política micro y macroprudencial se superponen, y el límite entre ellos no es claro. Este es particularmente el caso cuando, como en Suecia, el sector financiero está dominado por unos pocos bancos grandes y sistémicamente importantes y la política microprudencial de las instituciones financieras individuales tiene, por lo tanto, consecuencias sistémicas. Esta es una razón adicional por la que prefiero considerar una política de estabilidad financiera más amplia que incluya políticas micro y macroprudenciales y tenga como objetivo la estabilidad financiera (con la política microprudencial enfocada en la estabilidad de las instituciones financieras individuales como parte de una política de estabilidad del sistema financiero). En FMI (2013) se encuentra una amplia discusión sobre los objetivos y el alcance de la política macroprudencial y su relación con la política microprudencial y con las políticas de gestión y resolución de crisis.



y estabilidad financiera) cooperan con todos los instrumentos disponibles y adecuados para minimizar el alcance y la magnitud de la crisis y restablecer la estabilidad financiera.

La o las autoridades que controlan los instrumentos de estabilidad financiera y son responsables de lograr y preservar la estabilidad financiera varían de un país a otro y pueden incluir a la autoridad de supervisión financiera, el banco central, el ministerio de hacienda y otras agencias de regulación y supervisión. Claramente, desde esta perspectiva, la política monetaria es bien distinta y distinguible de la política de estabilidad financiera. ¿Pero cuán estrecha es su relación? ¿Realmente deberían perseguir objetivos diferentes?

IV. ¿DEBERÍA LA POLÍTICA MONETARIA TENER UN TERCER OBJETIVO, LA ESTABILIDAD FINANCIERA?

En particular, ¿debería la política monetaria agregar la estabilidad financiera a sus objetivos de estabilidad de precios y estabilidad real? Antes que nada, debemos observar que la pregunta “¿debería la política monetaria tener la estabilidad financiera como objetivo?” no es lo mismo que la pregunta cercana “¿debería *el banco central* tener un objetivo de estabilidad financiera?” La respuesta a esta última pregunta depende de si hablamos de prevención o de manejo de crisis. En tiempos de *manejo* de crisis, el banco central cumple un papel de prestamista de última instancia⁸. Por lo tanto, resulta obvio que sí debería tener la estabilidad financiera como un objetivo en el manejo de la crisis. En tiempos de *prevención* de crisis, la respuesta depende de si el banco central tiene el control de algún instrumento macroprudencial o no. Si lo tiene, el objetivo para el uso de tales instrumentos debería ser la estabilidad financiera, por supuesto. Pero sigue quedando abierta la pregunta de si la *política monetaria* del banco central también debería tener la estabilidad financiera como objetivo. Si, por el contrario, el banco central no dispone de instrumentos macroprudenciales, como es el caso del Riksbank, el Banco de Canadá y (hasta donde sé) el Banco Central de Chile, la pregunta es solo si la política monetaria debería tener la estabilidad financiera como objetivo adicional.

En cuanto a si la política monetaria debería o no tener como objetivo la estabilidad financiera, estoy convencido de que la respuesta es no. La política monetaria no debe tener como objetivo la estabilidad financiera. ¿Por qué? Porque la política monetaria no puede lograr la estabilidad financiera.

⁸ Sin embargo, el banco central no tiene el monopolio como prestamista de última instancia. El ministerio de hacienda o la oficina nacional de deuda (OND) también pueden proporcionar liquidez de emergencia con poca antelación. Por ejemplo, durante la crisis de 2008-2009, la OND sueca brindó apoyo inmediato de liquidez a los bancos suecos, emitiendo primero letras del Tesoro para obtener efectivo y luego prestando el efectivo a los bancos con garantías respaldadas por hipotecas (Riksgälden, 2008).

Un importante principio para los objetivos de política económica es que *solo deberían plantearse objetivos que puedan lograr*⁹. Por lo tanto, la política monetaria sólo debería plantearse objetivos que la política monetaria puede alcanzar. Entonces, ¿qué puede lograr la política monetaria?

La política monetaria puede estabilizar la inflación en torno a una meta dada y la utilización de los recursos en torno a su tasa sostenible estimada de largo plazo. Debido a que la tasa de inflación de largo plazo está determinada principalmente por la política monetaria, es posible seleccionar un objetivo fijo para la tasa de inflación y para que la política monetaria logre una tasa de inflación promedio cercana a la meta durante un período más largo. En contraste, la tasa sostenible de utilización de recursos a largo plazo (medida, por ejemplo, a través de la tasa de empleo sostenible máxima de largo plazo o la tasa mínima sostenible de desempleo de largo plazo) está determinada principalmente por la política monetaria pero por factores no monetarios que afectan la estructura y el funcionamiento de la economía. Estos factores pueden cambiar con el tiempo y pueden no ser directamente observables y mensurables. Esto significa que no es apropiado establecer un objetivo fijo de política monetaria para la tasa de utilización de recursos a largo plazo. En cambio, se debe estimar la tasa de utilización de recursos a largo plazo, estimaciones que son necesariamente inciertas y están sujetas a revisión. (FOMC, 2017).

Entonces, normalmente la política monetaria no puede aumentar la tasa sostenible de largo plazo de la utilización de recursos; para eso se deben usar políticas estructurales¹⁰. Como regla general, la política monetaria es incapaz de resolver problemas estructurales.

De ahí que la estabilidad de precios y la estabilidad real en el sentido de más arriba son metas posibles para la política monetaria¹¹ pero, ¿y la estabilidad financiera? ¿Puede la política monetaria asegurar la estabilidad financiera?

Si hay una lección que deberíamos haber aprendido de la Crisis Financiera Global es que la estabilidad de precios no asegura la estabilidad financiera. La política monetaria puede lograr la estabilidad de precios, pero no la estabilidad financiera. Téngase en cuenta que la resiliencia suficiente es el elemento crucial

9 Obviamente, ese principio debería aplicarse a todas las políticas públicas, no solo a las económicas. Más aún, se puede decir que el objetivo final de las políticas económicas en general es salvaguardar y proteger el bienestar de los ciudadanos. Este objetivo final normalmente se expresa en términos de unos pocos objetivos más específicos que contribuyen al bienestar de los ciudadanos como, por ejemplo, la asignación eficiente de recursos (incluido un sistema financiero eficiente), crecimiento alto y estable, empleo pleno y estable, estabilidad de precios, una distribución justa de la calidad de vida, equilibrio regional y un buen ambiente. Cada política económica podría tener todos estos objetivos. Pero es mejor dar a cada política económica un objetivo específico que pueda lograr y que contribuya a los objetivos finales. De esta manera, la política puede ser más efectiva, y la responsabilidad para lograr cada objetivo específico se puede asignar más directamente.

10 Hay excepciones. Alguna vez la política monetaria puede tener efectos de histéresis —o muy persistentes— sobre la tasa de participación en el mercado laboral, o en la tasa de desempleo que deben tenerse en consideración.

11 Está claro que una inestabilidad fiscal o financiera puede ponerle piedras en el camino a la política monetaria que le impidan o dificulten lograr sus objetivos.

de la definición de estabilidad financiera. No hay manera en que la política monetaria pueda afectar sistemáticamente y así construir suficiente resiliencia en el sistema financiero; por ejemplo, obviamente la política monetaria no puede asegurar que existan suficientes resguardos de capital y liquidez en el sistema financiero.

¿Y el LAW? Esto implica una política más estricta con fines de estabilidad financiera que la que justifica el régimen estándar de metas de inflación estándar y ha sido fuertemente promovida por el Banco de Pagos Internacionales (BIS 2014, 2016). Le siguen el Norges Bank (Olsen, 2015) y el Riksbank (este último abandonó dramáticamente en el 2014). Un resultado robusto es que los costos de LAW son más altos que los beneficios, por un margen sustancial. Elevar la tasa de política simplemente tiene efectos demasiado pequeños e inciertos sobre la probabilidad o magnitud de una crisis financiera para igualar ciertos costos sustanciales, en términos de menor inflación y mayor desempleo. (Svensson, 2017a).

Stein (2013) ha presentado el que puede ser el argumento teórico más sólido a favor de LAW para efectos de estabilidad financiera: ... aunque la política monetaria puede no ser la herramienta adecuada para el trabajo, tiene una ventaja importante sobre la supervisión y la regulación, y es que se introduce en todas las grietas —del sistema financiero.

Pero, dadas las estimaciones empíricas existentes, un modesto aumento de la tasa de política apenas cubriría el fondo de esas grietas. Para llenarlas, habría que aumentar la tasa de política tanto que pudiera aniquilar la economía (Svensson, 2017a). Como suele suceder, los efectos cualitativos no bastan; se necesitan las estimaciones de los efectos cuantitativos para hacer una evaluación final.

Se suele sugerir que el llamado canal de toma de riesgos aumentaría el efecto de la política monetaria sobre la probabilidad o severidad de las crisis (Borio y Zhu, 2008; Adrian y Liang, 2018). Pero hay razones para dudar que todo canal de toma de riesgos sea lo suficientemente fuerte como para ser económicamente significativo. Dell’Ariccia et al. (2017) ofrecen un examen exhaustivo del canal de toma de riesgos y el efecto de la tasa real de los fondos federales sobre una medida del riesgo de crédito para los bancos estadounidenses, utilizando una amplia base de datos confidenciales de la Reserva Federal. Encuentran que un aumento en la tasa real de los fondos federales de un punto porcentual se asocia con una caída estadísticamente significativa en la medida de riesgo crediticio de 0,052 (tabla IV, columna 4). Pero el efecto es *económicamente insignificante*. La desviación estándar de la medida riesgo crediticio es 0,85 (tabla I, panel B), por lo que el efecto de una tasa real de los fondos federales de un punto porcentual es de solo $0,052 / 0,85 = 6,1\%$ de la desviación estándar de la medida de riesgo de crédito. Esto significa que esta medida está influenciada principalmente por otros factores distintos de la tasa de los fondos federales. Este no es un efecto de riesgo que pueda tener un efecto importante en la probabilidad de ocurrencia o en la magnitud de una crisis. Además, como subrayan los autores, sus resultados

no son adecuados para responder si la toma adicional de riesgos por parte de los bancos que enfrentan una política monetaria más acomodaticia es *excesiva* desde el punto de vista del bienestar social.

Hasta donde puedo saber, si ocurre un problema de inestabilidad financiera, para asegurar la estabilidad financiera simplemente no queda otra opción que usar políticas que no son la política monetaria, esencialmente macro y microprudenciales (u otras, como políticas de vivienda, específicas para el problema mismo). Si la política de estabilidad financiera en uso es insuficiente o ineficaz, no hay más opción que desarrollar e implementar una política de estabilidad financiera mejor.

Además, como se analiza a continuación, los resultados de Svensson (2017a) indican, de forma algo sorprendente, que cuando la política de estabilidad financiera es débil o inexistente, es probable que el margen de los costos de LAW sobre los beneficios sea aún mayor. En la medida en que tal política de estabilidad financiera débil genere un auge crediticio con una mayor probabilidad de ocurrencia de crisis, o de una crisis más profunda o de mayor duración, todos estos cambios aumentarán los costos más que los beneficios. Esto es coherente con lo que afirma Williams (2015) de que “la política monetaria está mal preparada para lidiar con temas de estabilidad financiera, incluso como último recurso”.

V. LA POLÍTICA MONETARIA Y LA POLÍTICA DE ESTABILIDAD FINANCIERA, ¿DEBERÍAN CONDUCIRSE EN FORMA COORDINADA O POR SEPARADO?

Dado el principio anterior respecto de los objetivos de política económica, la conclusión es que la estabilidad financiera no es un objetivo adecuado para la política monetaria, porque la política monetaria es incapaz de lograrla. ¿Y la política de estabilidad financiera? ¿Qué puede lograr y qué no?

Con los instrumentos suficientes, la política de estabilidad financiera puede lograr la estabilidad financiera. Por lo tanto, la estabilidad financiera es un objetivo adecuado para la política de estabilidad financiera. Pero la política de estabilidad financiera no puede estabilizar la inflación en torno a la meta de inflación y la utilización de recursos en torno a su nivel sostenible estimado de largo plazo. Por lo tanto, según el principio anterior para los objetivos de política económica, la estabilidad de precios no es un objetivo adecuado para la política de estabilidad financiera.

De modo que se necesitan ambas, la política monetaria y la política de estabilidad financiera, para alcanzar los objetivos de política monetaria de estabilidad de precios y estabilidad real, y el objetivo de política financiera de estabilidad financiera.

Pero, ¿deberían las políticas de estabilidad financiera monetaria conducirse de manera separada o coordinada? Si se llevan en forma separada, asumo

que las dos políticas se llevan a cabo como en un equilibrio de Nash de teoría de juegos, es decir, cada política se aplica para alcanzar su objetivo teniendo en cuenta la conducción y los efectos, pero no el logro del objetivo, del otro. Al decir coordinada, quiero decir que las dos políticas se llevan a cabo como en un equilibrio coordinado de teoría de juegos, es decir, las acciones de una y otra política se determinan juntas para alcanzar simultáneamente los objetivos de ambas.

Obsérvese que el dilema de si es mejor conducir las políticas en forma coordinada o separada es relevante solo si la misma autoridad —el banco central— está a cargo de ambas. En tal caso, la pregunta es si las políticas operan mejor si la responsabilidad cae en instancias separadas dentro del banco, cada una con objetivos e instrumentos distintos.

Sin duda, hay cierta interacción entre las dos políticas. La política de estabilidad financiera afecta los mercados financieros, los diferenciales entre las distintas tasas de interés y el crédito bancario. A través de límites al ratio préstamos valor, afecta el endeudamiento de los hogares, la demanda por vivienda y los precios de la vivienda y la construcción. De esta manera, dependiendo de la situación, puede afectar indirectamente la inflación y la utilización de los recursos, pero no sistemáticamente, no con fuerza y no siempre en la misma dirección. Por ejemplo, algunas regulaciones pueden deteriorar el funcionamiento de la economía, reducir la actividad y la tasa de utilización sostenible de los recursos. Pero una mejor regulación y una implementación más efectiva de las condiciones de crédito pueden favorecer una profundización financiera y más préstamos a clientes adecuados, aumentando la actividad y la tasa sostenible de asignación de recursos.

La política monetaria incide en las tasas de interés, la producción y el empleo, las utilidades, las pérdidas crediticias y los precios de los activos. De esta forma afecta el servicio de la deuda, los balances y el apalancamiento. Así, dependiendo de la situación, puede afectar indirectamente la estabilidad financiera, pero no de manera sistemática, no con fuerza, y no siempre en la misma dirección¹².

En resumen, la política monetaria tiene un efecto fuerte y sistemático sobre la inflación y la utilización de los recursos, pero tiene un efecto pequeño y no sistemático en la estabilidad financiera. La política de estabilidad financiera tiene un efecto fuerte y sistemático sobre la estabilidad financiera, pero tiene un efecto pequeño y no sistemático sobre la inflación y la utilización de los

¹² Más aun, como destaca Bernanke (2015), son factores estructurales, no la política monetaria, lo que determina la tasa de interés neutral/natural/de equilibrio. De ahí que la política monetaria solo puede permitir una ligera desviación de la tasa de política por encima o por debajo de la tasa neutral, implementando así una política contractiva o expansiva, en uno u otro caso. Por lo tanto, la instancia de política monetaria se mide por medio de la brecha entre la tasa de política y la tasa neutral, no por medio de la tasa de política. Así, el efecto de la política monetaria debería medirse como el efecto de la brecha entre la tasa de política y la tasa neutral, no la tasa de política propiamente tal. El efecto de esta última será el efecto de la suma de la instancia de política monetaria y la tasa neutral.

recursos. Esto significa que la política monetaria normalmente puede ajustarse y neutralizar cualquier efecto de la política de estabilidad financiera sobre la inflación y la utilización de recursos, y la política de estabilidad financiera normalmente puede ajustarse y neutralizar cualquier efecto de la política monetaria sobre la estabilidad financiera. Esto significa que las condiciones para que un equilibrio de Nash sea óptimo se cumplen e implica que las políticas pueden conducirse con éxito por separado, al tiempo que se les informa completamente y se toman en cuenta las conductas del otro. Por lo tanto, bajo estas condiciones, los objetivos tanto de la política monetaria como de la política de estabilidad financiera pueden lograrse con cada política por separado para lograr su objetivo, teniendo en cuenta las acciones y los efectos de la otra¹³.

Más aun, llevar cada política por separado tiene la considerable ventaja de que cada una, con sus objetivos e instrumentos propios, se hace más distintiva, más transparente, más fácil de evaluar. A su vez, esto hace más fácil responsabilizar a las autoridades a cargo del logro de sus objetivos, lo que crea mayores incentivos para que cada política los cumpla, y lo hace más probable también.

Como se destacó, la política monetaria y la política de estabilidad financiera son políticas realmente muy diferentes, y les resultan adecuados diferentes objetivos y diferentes instrumentos. En particular, operan a través de mecanismos muy distintos para lograr la estabilidad de precios y la estabilidad real, una, y para asegurar la suficiente resiliencia del sistema financiero, la otra. En contraste, Borio (2017)¹⁴ ha sugerido que la política monetaria y la política macroprudencial pueden causar tensión si se emplean en direcciones opuestas: “es un poco como conducir apretando el acelerador y el freno a la vez, no exactamente lo que es se recomienda normalmente. “Este uso de una metáfora automovilística supone que las políticas de estabilidad monetaria y financiera funcionan a través de mecanismos muy similares. Pero hallo que esta metáfora es bastante engañosa. Una metáfora automotriz más relevante sería que la política monetaria opera el acelerador y el freno para lograr una velocidad óptima constante del automóvil. Esto significa que la política monetaria presiona el acelerador cuando el camino va cuesta arriba y el freno cuando va cuesta abajo. La política de estabilidad financiera garantiza que el cinturón de seguridad esté en buenas condiciones y el conductor se lo abroche, y que la bolsa de aire funcione. Las políticas son más o menos ortogonales.

Aun así, el marco de política general es más robusto si puede manejar explícitamente la rara ocasión en que hubiera una interacción considerable entre las dos políticas y se justificara cierta coordinación explícita. Más precisamente, tengo en mente la rara situación en la que la instancia de política monetaria pudiera representar una amenaza significativa para la estabilidad financiera que la política de estabilidad financiera no pudiera contener con sus instrumentos disponibles. Este tema se trata en la sección VII.

¹³ Bean (2014) presenta una detallada discusión sobre cómo y por qué la política monetaria y la política macroprudencial pueden lograr un buen resultado si cada una se enfoca en sus propios objetivos.

¹⁴ Página 41.



Lo anterior se refiere a la prevención de crisis en tiempos normales. En tiempos de *crisis*, cuando se trata más de manejar la crisis que de prevenirla, las cosas son muy distintas. Aquí se justifica una total cooperación y coordinación de políticas entre todas las autoridades pertinentes. Entre estas autoridades se cuentan normalmente la o las personas a cargo de la supervisión financiera, el banco central, el ministerio de hacienda, y la autoridad de resolución bancaria. En particular, durante una crisis, un paquete de políticas coordinadas por varias autoridades pueden tener un efecto contundente en las expectativas del sector privado y así ayudar a estabilizar la situación.

El banco central desempeña un rol tradicional en la gestión de crisis, a través de su facultad para apoyar con liquidez como prestamista de última instancia. Sin embargo, repito, el banco central no tiene el monopolio del apoyo con liquidez en una crisis. El ministerio de hacienda o la OND también pueden contribuir, y en muy poco tiempo. Esto quedó demostrado con la oficina nacional de deuda de Suecia durante la crisis del 2008 (nota 8 p. 86).

En Suecia, el Riksbank ha utilizado el rol de los bancos centrales en la gestión de crisis y pueden apoyar con liquidez como argumento de por qué debería estar a cargo de la prevención de crisis y de la política macroprudencial. Sin embargo, el argumento es poco convincente. Por la misma lógica, porque la política exterior podría terminar en guerra, el departamento de defensa debería estar a cargo de la política exterior. Además, el banco central no es la única autoridad responsable de la gestión de crisis y, como se señaló, ni siquiera es la única autoridad que puede brindar apoyo de liquidez en una crisis.

En cambio, el papel en la gestión de crisis implica que el banco central, como todas las demás autoridades con dicho rol, debe prepararse para la gestión de crisis, incluidos los juegos de gestión de crisis (ejercicios de mesa) junto con otras autoridades. Esto no es lo mismo que la prevención de crisis.

VI. ¿DEBERÍA LA MISMA AUTORIDAD CONDUCIR A LA VEZ LA POLÍTICA MONETARIA Y LA POLÍTICA DE ESTABILIZACIÓN FINANCIERA, O CADA UNA TENDRÍA QUE RESPONDER A LA SUYA?

Una vez más, la política monetaria y la política de estabilidad financiera son políticas económicas bastante diferentes y normalmente se gestionan mejor por separado. Esto significa que deben tener cuerpos separados para la toma de decisiones, cada una con sus objetivos e instrumentos separados, y cada una responsable de lograr sus respectivos objetivos.

La eficacia y la responsabilidad de la política de estabilidad financiera en la prevención de crisis aumenta si una misma autoridad controla todos los instrumentos de estabilidad financiera. Dividir los instrumentos entre varias entidades hace difícil responsabilizar a las autoridades, además de que las distintas autoridades pueden aplicar los diferentes instrumentos para fines cruzados o al menos de manera ineficiente. Bajo gestión de crisis, cuando todas

las autoridades pertinentes cooperan y coordinan sus políticas para moderar la crisis y restablecer la estabilidad financiera, obviamente resulta más difícil repartir la responsabilidad entre autoridades individuales.

Existen al menos dos modelos limpios que probablemente funcionen bien. Uno es el del Reino Unido, donde el Banco de Inglaterra es responsable tanto de la política monetaria como de la política de estabilidad financiera. Hay dos órganos de toma de decisiones, el comité a cargo de la política monetaria MPC, y el comité a cargo de la política financiera, FPC. Cada comité tiene sus objetivos y sus instrumentos, y cada uno es responsable de lograr sus objetivos. Además, cada política se conduce de forma abierta y transparente, y hay superposición de miembros en los dos comités. Esto hace que cada comité tenga información completa sobre la política del otro¹⁵.

Otro modelo es el de Suecia. En agosto del 2013, el Gobierno sueco anunció un nuevo marco reforzado para la estabilidad financiera de Suecia y aclaró las funciones y responsabilidades de las diferentes autoridades. Asignó a la *Finansinspektionen*, la agencia sueca (en adelante, la FSA), responsabilidad principal de la estabilidad financiera y el control de todos los instrumentos macroprudenciales, incluido el instrumento contracíclico para el capital. Por lo tanto, el Riksbank no tiene instrumentos de estabilidad financiera (salvo la comunicación) para la prevención de crisis, sino solo préstamos de última instancia para la gestión de crisis.

Esta asignación de objetivos e instrumentos mejoró la eficiencia y la rendición de cuentas al concentrar todos los instrumentos de estabilidad financiera en una sola autoridad. Como la FSA ya tenía el control de todos los instrumentos microprudenciales, también colocó los instrumentos micro y macroprudenciales en una sola institución. En general, la frontera entre los instrumentos micro y macroprudenciales puede ser difusa, y la política macroprudencial es posiblemente mucho más cercana a la política microprudencial que a la política monetaria. Además, en un sector financiero como el de Suecia, donde cuatro grandes bancos en un acogedor oligopolio dominan el sector financiero, la política microprudencial tiene consecuencias macroprudenciales y la distinción entre política micro y macroprudencial es aun más difusa. En suma, se podría decir que hay algunos beneficios adicionales de eficiencia y rendición de cuentas al unir las políticas micro y macroprudenciales. Debido a que la FSA es una autoridad que responde al gobierno, tiene la responsabilidad final y la responsabilidad de la estabilidad financiera, incluida la redistribución intergeneracional de las consecuencias y compensaciones¹⁶.

Las políticas monetaria y de estabilidad financiera de Suecia se llevan a cabo de una manera muy transparente y abierta, lo que facilita que el Riksbank y la FSA estén plenamente informados sobre la conducta y los efectos de la

15 Véase Kohn (2015) para detalles sobre el modelo del R.U. y la defensa de dos comités.

16 En Suecia, el Riksbank es una autoridad que responde al parlamento, no al gobierno del país.

política de la otra autoridad. Además, el gobierno ha creado un nuevo Consejo de Estabilidad Financiera, con el secretario de mercados financieros del Ministerio de Hacienda como presidente y los directores generales de la FSA y la Oficina Nacional de Deuda (que es la autoridad de resolución bancaria nacional en Suecia) y el gobernador del Riksbank como miembros. El Consejo se reúne periódicamente y es un foro de intercambio de información y debate sobre cuestiones de estabilidad financiera, incluidos los informes encargados por el Consejo a los grupos de trabajo formados por 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 es el foro donde las autoridades pueden compartir sus puntos de vista e información relacionada con la estabilidad financiera. En una crisis, el Consejo dirigirá y coordinará la gestión de la misma.

En la práctica, la historia y elementos de política económica explican gran parte de los arreglos institucionales particulares de cada país, como en Estados Unidos. Allí, los instrumentos, la regulación y la supervisión se reparten entre varias autoridades con distintos mandatos. Esto, sumado a intereses creados y grandes grupos de presión en la industria financiera e influencia política sobre las autoridades dificulta bastante tener una regulación financiera efectiva de la estabilidad financiera.

VII. ¿Y SI LA POLÍTICA MONETARIA ES UNA AMENAZA PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA?

En raras ocasiones, ocurrirá una situación imprevista en la que la política monetaria pudiera representar una amenaza a la estabilidad financiera, aun cumpliendo con sus objetivos de política monetaria. En principio, la autoridad de estabilidad financiera debería poder contener tal amenaza con los instrumentos a su alcance. Pero, ¿cómo debería manejarse la situación cuando no fuese fácil contener dicha amenaza?

La orientación prospectiva de agosto del 2013 del MPC del Banco de Inglaterra es un buen ejemplo (Banco de Inglaterra, 2013). En la época, el MPC afirmó su intención de no elevar la tasa de política hasta que la tasa de desempleo hubiera caído dentro del umbral del 7 por ciento, sujeto a que no se violaran tres “knockouts”. El tercer golpe de gracia es que el FPC juzgue que la instancia de política monetaria representa una amenaza significativa para la estabilidad financiera que ni el FPC, ni la Autoridad Financiera ni la Autoridad de Regulación Prudencial pueden contener usando la batería de medidas de mitigación de políticas a su disposición de modo coherente con sus objetivos.

Por lo tanto, como ilustra este ejemplo, la autoridad de estabilidad financiera debería advertir a la autoridad de política monetaria si la política monetaria representa una amenaza para la estabilidad financiera que la autoridad de estabilidad financiera no podría contener con sus instrumentos de política disponibles. Entonces, la autoridad de política monetaria puede optar por ajustar

la política monetaria, ya sea apretando o aflojando, según la situación, y por lo tanto se desvía temporalmente de los objetivos de la política monetaria. Esto aclara la responsabilidad de cada autoridad y hace posible que rindan cuentas. Efectivamente, el MPC se coloca en una posición de “cumplir o explicar”. Debido a que la decisión final de ajustar la política monetaria se deja a la autoridad de política monetaria, mantiene su independencia en la conducción de la política monetaria.

En particular, debería ser la autoridad de estabilidad financiera, no la de política monetaria, la que decidiera si la política monetaria representa una amenaza para la estabilidad financiera que no puede contener con sus instrumentos disponibles. El principio debería ser que la autoridad a cargo de la meta decida si su objetivo está amenazado de tal manera que se necesita ayuda, no la otra autoridad. La autoridad de política monetaria no debería ser la que decida si su política representa una amenaza para el objetivo de la autoridad de estabilidad financiera. Sin una advertencia de la autoridad de estabilidad financiera, no debe permitirse que la autoridad de política monetaria se desvíe de los objetivos de la política monetaria.

Si se hubiera aplicado este principio en Suecia en 2010, y la FSA hubiera sido la autoridad cuyo criterio determinara si la política monetaria representaba una amenaza a la estabilidad financiera que la FSA no pudiera contener con los instrumentos a su alcance, la agresiva y muy comentada estrategia LAW que adoptó el Riksbank en 2010-2011 probablemente no habría existido. Este hecho nos lleva naturalmente a la discusión de si la política monetaria debería pararse a contraviento en alguna ocasión en un intento de promover la estabilidad financiera.

VIII. ¿DEBERÍA LA POLÍTICA MONETARIA “LEAN AGAINST THE WIND” EN ALGUNA CIRCUNSTANCIA?

La discusión actual sobre política monetaria y financiera atrae considerable atención la cuestión particular de si la política monetaria debe apoyarse contra el viento (de los precios de activos y auges de crédito) (LAW), más precisamente, para promover la estabilidad financiera, elevar la tasa de política un tanto más alta que la que justificarían estabilizar la inflación en torno a la meta y la utilización de recursos en torno a su tasa sostenible a largo plazo. Tal política ha sido fuertemente defendida por el BIS (BIS, 2014, 2016).

1. La experiencia de Suecia

La experiencia reciente en Suecia proporciona, primero, un ejemplo dramático de LAW y, segundo, un cambio radical y completo de la política¹⁷. En junio del 2010, las proyecciones de inflación y desempleo del Riksbank para Suecia y del

17 Para una discusión amplia de LAW con ejemplos de varios países, véase Turner (2017).

FOMC para EE.UU. parecían muy similares. El pronóstico de inflación estaba por debajo del 2% y el del desempleo superaba por mucho la tasa que el banco central estimaba como sostenible a largo plazo (Svensson, 2011). Con referencia a las previsiones de junio del 2010, Bernanke (2010) concluyó que “dados los objetivos [del FOMC], parecería que, en igualdad de condiciones, se justificarían nuevas medidas”, es decir, una mayor relajación de la política monetaria. De hecho, en ese momento, el FOMC continuó manteniendo la tasa de política cercana a cero y comenzó a preparar la nueva flexibilización cuantitativa QE2.

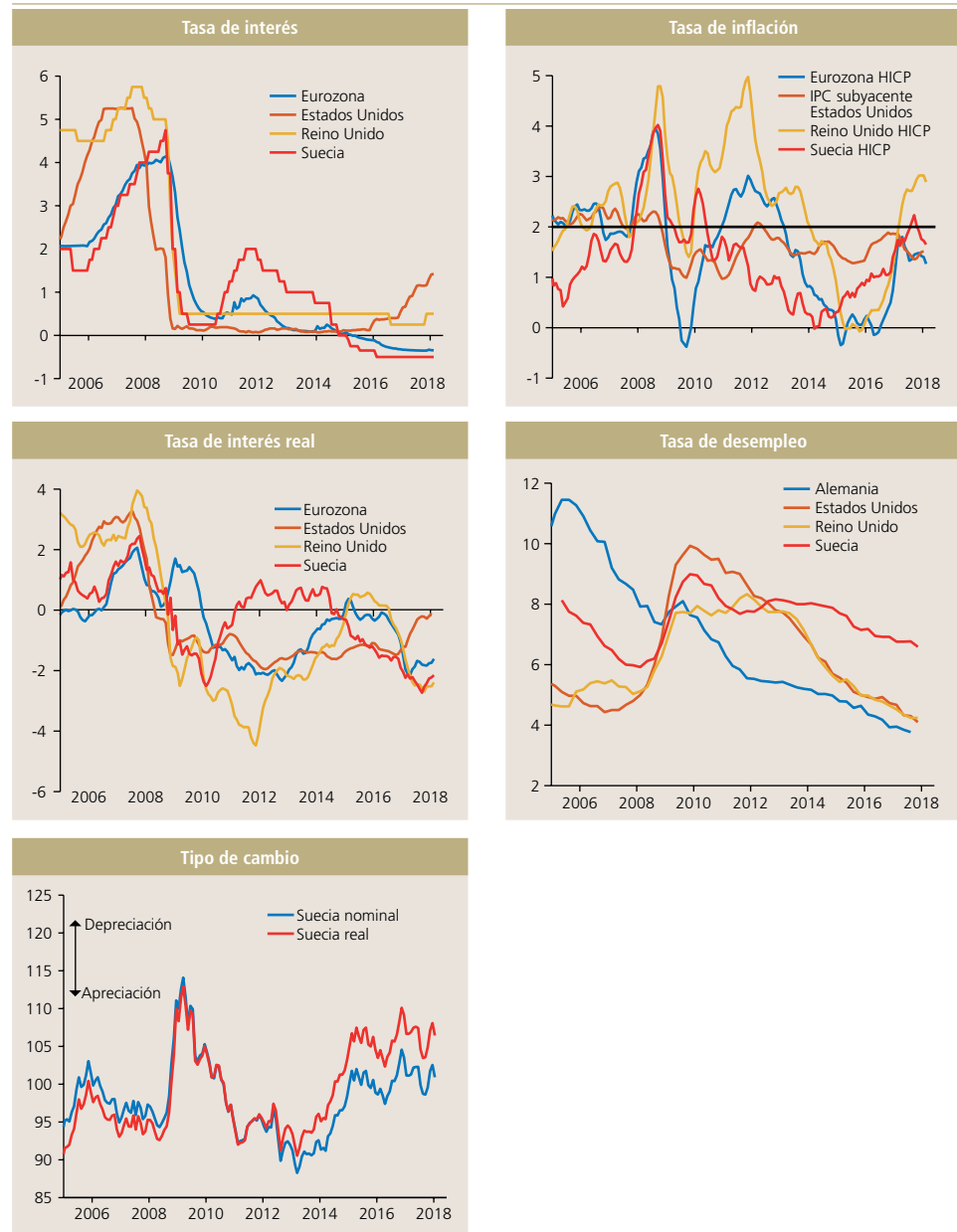
En contraste, a pesar de tener proyecciones similares, la mayoría del Consejo directivo del Riksbank no continuó manteniendo la tasa de política cerca de cero y no preparó ninguna QE. En cambio, elevó la tasa de política rápidamente del 0,25% en julio del 2010 a 2% en julio del 2011, aduciendo preocupación por los precios de la vivienda y la deuda de los hogares¹⁸. En el gráfico 1, el panel superior izquierdo muestra las tasas de política en Suecia, Estados Unidos y el Reino Unido y la tasa EONIA (*Euro OverNight Index Average*) de la Eurozona. Vemos el drástico aumento de la tasa de política del Riksbank a partir de mediados del 2010. El panel superior derecho muestra las tasas de inflación (medidas como inflación del índice armonizado de precios al consumidor HICP, excepto, para Estados Unidos, la inflación básica de gastos de consumo personal, PCE). La inflación sueca cayó hasta llegar a cero a principios del 2014. El panel de la mitad izquierda muestra las tasas de interés reales (interés menos inflación). La tasa de interés real aumentó en forma dramática en Suecia, creando un gran diferencial del interés real con las demás economías. El panel inferior muestra el tipo de cambio efectivo real y nominal de Suecia. La corona se depreció mucho durante el último trimestre del 2008, lo que mitigó el efecto de la crisis, pero luego se apreció durante el ajuste 2010-2011. El panel de la esquina central derecha muestra que la tasa de desempleo en Suecia, que estaba cayendo después de haber alcanzado su punto máximo a principios del 2010, se estabilizó en un nivel alto tras el ajuste de la política, y luego incluso aumentó. En las otras economías (Alemania, el Reino Unido y Estados Unidos), el desempleo disminuyó en forma sostenida.

A comienzos del 2014, la mayoría del Consejo ejecutivo aparentemente se dio cuenta de que la situación era insostenible, con un muy alto desempleo y una inflación cercana a cero. El Riksbank revirtió totalmente la política. Redujo la tasa hasta llegar a cero en octubre. En febrero del 2015, movió la tasa de política al rango negativo. El Riksbank luego también inició un programa de compra de activos. Redujo aun más la tasa de política hasta que, finalmente, llegó a menos 0,5% en febrero del 2016 (panel superior izquierdo). La inflación volvió a acercarse al objetivo del 2% (panel superior derecho), la tasa de interés real cayó por debajo del 2% (panel central izquierdo), la corona se depreció mucho (panel inferior) y el desempleo comenzó a descender (panel central derecho).

18 Como vicegobernador y miembro del Consejo Ejecutivo del Riksbank en la época, me opuse a cada aumento de la tasa, por razones que explico en Svensson (2010) y en más detalle en las minutas publicadas por el Riksbank de las reuniones de política, por ejemplo la de junio-julio del 2010, *Sveriges Riksbank* (2010) (disponibles en inglés en www.larseosvensson.se o en www.riksbank.se). Resumo mis lecciones de seis años de hacer política, que culminaron en mayo del 2013, en Svensson (2013).

Gráfico 1

Tasas de interés, inflación, interés real, desempleo y tipos de cambio efectivos en economías seleccionadas



Fuente: Thomson Reuters Datastream.

Tal parece que en Suecia la política monetaria seguía el libro de texto. Una contracción aprecia la corona, reduce la inflación y aumenta el desempleo, y viceversa para una expansión¹⁹.

La fuerte contracción ajuste espectacular de 2010-2011 se hizo sin ningún análisis de respaldo de la eficacia de la tasa de política como instrumento para contener el crecimiento de la deuda de los hogares y los precios de la vivienda y, en particular, sin ningún análisis explícito de costo-beneficio. El trabajo empírico disponible en el momento indicaba costos muy altos en términos de producción y desempleo y pequeños efectos en la deuda y los precios de la vivienda.²⁰

Para colmo, no existía un trabajo que indicara que el nivel de precios de la vivienda y la deuda de los hogares presentaran riesgos que la FSA no pudiera gestionar por sí misma, por ejemplo, con un límite al ratio préstamo valor 85% para nuevas hipotecas que introdujo la FSA en el 2010. Además, la FSA podría evaluar los riesgos con una precisión considerable en su importante informe anual sobre el mercado hipotecario, *The Swedish Mortgage Market*. Entre otras cosas, incluyó pruebas de tensión en los hogares con nuevas hipotecas utilizando microdatos recaudados de los bancos acreedores. Las pruebas de tensión mostraron que los hogares tenían una capacidad sustancial de servicio de la deuda y una importante resiliencia frente a los *shocks* en la forma de mayores tasas de interés hipotecario, menores precios de la vivienda y pérdidas de ingresos debidas al desempleo²¹.

2. Análisis costo-beneficio de LAW

Esta experiencia de Suecia ciertamente estimuló mi propio interés en un análisis de costo-beneficio de apoyarse contra el viento. En Svensson (2017a), evalúo el costo y el beneficio marginal de LAW. Este se especifica como el aumento de la tasa de política por sobre lo que justifica un régimen normal de metas de inflación flexible que no tiene en cuenta el riesgo de una crisis financiera. LAW tiene un primer costo, en términos de una economía más débil con menor inflación y mayor desempleo, si no ocurre una crisis. Cabe destacar que LAW también tiene un *segundo* costo, que surge *sólo si ocurre* una crisis. Esto se debe a que el costo de una crisis de una magnitud dada es mayor si la economía inicialmente está más débil debido a LAW. Este segundo costo resulta ser el costo principal de LAW, y ha sido ignorado por la literatura anterior (incluidos mis propios trabajos).

19 Una economía muy abierta con grandes exportaciones e importaciones implica tener un fuerte canal de tipo de cambio en el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Una alta deuda de los hogares con tasas hipotecarias ajustables también implica tener un fuerte canal de flujo de efectivo que afecta el consumo de los hogares (Flodén et al. 2016).

20 Véase, por ejemplo, Assenmacher-Wesche y Gerlach (2010), Bean et al., (2010), y Dokko et al., (2011) (documento de trabajo disponible en 2009). En particular, usando datos de Suecia, Claussen et al. (2011) del Riksbank demostraron que prevenir que los precios de la vivienda subieran por encima de la tendencia de 2004-2010 habría requerido subir la tasa de política en hasta 5 puntos porcentuales. La inflación habría caído hasta 6 pp por debajo de la meta, y el PIB habría acumulado una pérdida cercana al 12%.

21 El informe del 2010 está disponible solo en idioma sueco; a partir del 2011 el informe sobre el mercado hipotecario también se publica en inglés. El más reciente es el Finansinspektionen (2017).

LAW puede traer beneficios en la forma de una probabilidad menor de ocurrencia de crisis, o de reducir su magnitud. Sin embargo, para las estimaciones empíricas existentes, el efecto de la tasa de política sobre dichas probabilidad y magnitud es demasiado pequeño como para evitar que el costo marginal exceda por un margen sustancial el beneficio marginal. El resultado de que el costo supere el beneficio es bastante robusto a supuestos alternativos. Para llegar al equilibrio, es decir, la igualdad entre el costo marginal y el beneficio marginal, los efectos de las tasas de política deben ser 5-40 errores estándares más grandes que las estimaciones empíricas de referencia^{22,23}.

Además, y esto puede sorprender, una política de estabilidad financiera menos efectiva, en la medida en que aumente la probabilidad, severidad o duración de una crisis, eleva los costos marginales más de lo que suben los beneficios marginales, lo que fortalece el argumento en contra de LAW. La razón es que el mencionado segundo costo esperado de LAW, los mayores costos de la crisis debidos a una economía inicialmente más débil, aumentan más que los beneficios de una mayor probabilidad, magnitud o duración de una crisis.

Un documento reciente del FMI (FMI, 2015) presenta un análisis exhaustivo y una encuesta de los pros y contras de LAW y encuentra que, salvo en las circunstancias más excepcionales, los costos superan a los beneficios. Concluye que, (...) “según el conocimiento actual, los argumentos a favor de pararse a contraviento son limitados, ya que en la mayoría de las circunstancias los costos superan a los beneficios”. El ex gobernador de la Reserva Federal Ben Bernanke y los presidentes Charles Evans y John Williams llegaron antes a conclusiones similares²⁴. Más tarde, el FOMC también concluyó lo mismo²⁵. El reporte independiente de la investigación del BIS (Allen et al., 2016) señala que

22 Como analizo en detalle en Svensson (2017a, sección 5; Svensson, 2017c), si se descuida el segundo costo de LAW, como en trabajos anteriores y en documentos recientes de Filardo y Rungcharoenkitkul (2016) y Gourio et al. (2017), entonces, para cero LAW, el costo marginal de LAW es cero. Si el beneficio marginal es positivo, entonces un LAW positivo es óptimo. Sin embargo, el costo marginal aumenta rápidamente, por lo que el LAW óptimo es bastante pequeño, lo que corresponde a un aumento menor de la tasa de política y, como en Gourio et al. (2017), a una pequeña reducción de solo unos pocos puntos base de la probabilidad anual de una nueva crisis. Un resultado similar obtuvieron antes Ajello et al. (2016).

23 Que los efectos de las tasas de política necesitan ser 5-40 errores estándar más grandes que las estimaciones empíricas de referencia existentes para llegar a un punto de equilibrio, contradice a Adrian y Liang (2018), quienes han argumentado que supuestos alternativos razonables sobre el efecto de la tasa de política sobre la probabilidad o la magnitud de una crisis revertirían el resultado (Svensson, 2017a, sección 5).

24 Bernanke (2015): “Como les gusta decir a los académicos (y ex académicos), se necesita más investigación sobre este tema. Pero los retornos iniciales no favorecen la idea de que los bancos centrales deban cambiar significativamente sus políticas de tasas para mitigar los riesgos para la estabilidad financiera”. Evans (2014): “De hecho, cualquier decisión de confiar en políticas de tasas de interés más restrictivas para lograr la estabilidad financiera a expensas de peores resultados macroeconómicos debe pasar una prueba de costo-beneficio. Y tal prueba tendría que ilustrar claramente que los resultados económicos adversos de las políticas de tasas de interés más restrictivas serían mejores y más aceptables para la sociedad que los resultados que se pueden lograr utilizando solo mejores herramientas de supervisión para abordar los riesgos de estabilidad financiera. Hasta aquí no he visto un argumento convincente”. Williams (2015): “(...) La política monetaria está mal equipada para tratar con la estabilidad financiera, ni siquiera como último recurso”.

25 FOMC (2016): “La mayoría de los participantes opinaron que los beneficios de usar política monetaria para enfrentar las amenazas a la estabilidad financiera serían superados por los costos (...); algunos agregaron que los beneficios son sumamente inciertos”.

el argumento del BIS para LAW parece haber tenido un efecto muy reducido en los verdaderos responsables de la política monetaria, que falta evidencia de que los beneficios superen los costos, y que la investigación del BIS ha sido miope y demasiado enfocada en defenderlo (incluso tratando de refutar mi conclusión sobre los costos y beneficios de LAW)²⁶. Hoy por hoy el Riksbank también parece concluir que los costos exceden los beneficios²⁷.

3. LAW puede reducir la inflación promedio y la tasa de interés promedio

En general, una política LAW con una tasa de referencia más alta implica un equilibrio con una inflación promedio más baja y una tasa promedio de política también más baja (Svensson, 2017b). Para verlo, tomamos la política LAW más simple posible,

$$i_t = r + \pi_t + \gamma(\pi_t - \pi^*) + \alpha, \quad (1)$$

donde i_t denota la tasa de política, r es la tasa de interés real promedio, π^* es una meta de inflación fija, y $\gamma > 0$. Además, $\alpha > 0$ denota un incremento constante en la tasa de política que representa a LAW (también podría ser aleatoria y tener una media positiva incondicional, sin alterar el resultado). Nótese que podemos reformular (1) como

$$i_t = r + \pi_t + \gamma(\pi_t - \pi^{**}), \quad (2)$$

$$\pi^{**} = \pi^* - \alpha/\gamma < \pi^* \quad (3)$$

El formular la regla de política como (2) sugiere que (1) es equivalente a tener una meta de inflación menor, dada por π^{**} en lugar de π^* y que tanto la inflación media como la tasa de política media serán más bajas. Para mostrarlo con más rigor, supongamos que en promedio se cumple la ecuación de Fisher, de modo que

$$E[i_t] = r + E[\pi_{t+1}] = r + E[\pi_t], \quad (4)$$

donde $E[\]$ denota la media incondicional. Tomando la media incondicional de (2), tenemos,

26 Allen et al. (2016): “Hasta ahora, el argumento [BIS] a favor de LAW parece haber influido poco a los responsables de la política monetaria. En parte, eso se debe a la falta de pruebas convincentes de que los beneficios esperados superan los costos previstos. (...) en algunos casos, el programa de investigación parecía algo miope. [De 9 proyectos sobre estabilidad financiera y política monetaria] el primero y (en cierta medida) el quinto parecen motivados principalmente por un deseo de anular la conclusión de Svensson [2017a] sobre la inconveniencia de LAW (...) el esfuerzo de investigación (...) parece demasiado centrado en construir la defensa de LAW, en lugar de investigar también el alcance de otras acciones de política para abordar los riesgos de inestabilidad financiera”. [Referencia actualizada].

27 Sveriges Riksbank (2017, p. 13): “No es probable que pequeños incrementos a la tasa de recompra tengan efectos tangibles en el endeudamiento de los hogares. Un gran aumento en la tasa repo sin duda podría ralentizar la acumulación de deudas, pero también conduciría a un mayor desempleo, una corona mucho más sólida y una menor inflación. Otras medidas dirigidas más específicamente a reducir los riesgos asociados a la deuda de los hogares tienen menos efectos negativos en la economía en general”.

$$E[i_t] = r + E[\pi_t] + \gamma(E[\pi_t] - \pi^{**}). \quad (5)$$

Combinando (4) con (5):

$$E[\pi_t] = \pi^{**} < \pi^*. \quad (6)$$

De (4) y (6) se desprende que

$$E[i_t] = r + \pi^{**} < r + \pi^*. \quad (7)$$

Se deduce que $\alpha > 0$, que representa a LAW, implica que la inflación media es igual a la meta de inflación más baja “efectiva” π^{**} antes que la meta de inflación “oficial” π^* y que la tasa media de política será menor en consecuencia.

Si LAW implica entonces menor inflación media y menor tasa media de política, está claro que la probabilidad de que el límite inferior efectivo de la tasa de política sea vinculante será mayor. Además, con una inflación media más baja, el valor real de cualquier deuda nominal fija disminuye más lentamente con el tiempo. La combinación parece lograr que la economía sea más sensible a los *shocks*.

4. Ningún LAW sin el respaldo de un exhaustivo y convincente análisis costo-beneficio

La principal conclusión de política que extraigo de este trabajo es que cualquier estrategia LAW debe llevarse a cabo solo si cuenta con el respaldo de un análisis de costo-beneficio completo y convincente. Dada la evidencia disponible, quienes proponen tal estrategia deberían demostrar su utilidad. Personalmente, me sorprendería mucho que pudieran producir tal análisis.

IX. CONCLUSIONES

No deberíamos exigirle demasiado a la política monetaria. La política monetaria puede, en el mejor de los casos, estabilizar la inflación en torno a un objetivo inflacionario determinado y la utilización de los recursos en torno a su tasa sostenible estimada de largo plazo. De esta forma, puede mantener la inflación promedio en el objetivo y la utilización promedio de recursos igual a su tasa sostenible de largo plazo. En particular, la política monetaria no puede lograr la estabilidad financiera; para ello se necesita una política de estabilidad financiera aparte. Entonces, según el principio anterior para los objetivos de política económica, la política monetaria no debería tener como objetivo la estabilidad financiera.

La política monetaria y la política de estabilidad financiera son políticas diferentes, con objetivos distintos, instrumentos adecuados diferentes y, en muchos países, autoridades responsables diferentes. Aun así puede haber una interacción considerable entre ambas. En este sentido, la relación entre las políticas monetaria y de estabilidad financiera es similar a la que existe



entre las políticas monetaria y fiscal. Además, dado que la política monetaria es mucho más efectiva para lograr la estabilidad de precios y la estabilidad real, y la política de estabilidad financiera es mucho más efectiva para lograr la estabilidad financiera, las dos políticas normalmente deberían ser independientes, pero cada una informada y considerando la conducta de la otra. Esto significa que deben ser conducidas por instancias separadas de toma de decisiones, incluso si el banco central está a cargo de ambas. Esto permite que cada instancia de toma de decisiones sea responsable de alcanzar su propio objetivo. También en este sentido las políticas monetaria y de estabilidad financiera se asemejan a las políticas monetaria y fiscal.

No se puede descartar que, en alguna peculiar ocasión, la política monetaria pueda representar una amenaza para la estabilidad financiera que no pueda contenerse con los instrumentos de la autoridad de estabilidad financiera. Quien juzga si tal situación ha ocurrido debe ser la autoridad de estabilidad financiera. Esa autoridad debe entonces advertir a la autoridad de política monetaria sobre la amenaza, luego de lo cual esta última puede decidir si ajusta o no la política monetaria. Esto aclara las responsabilidades y hace posible que cada autoridad se responsabilice. También respeta la independencia de la política monetaria.

El ejemplo de Suecia con, primero, un LAW dramático y, segundo, una total reversión de política, es una fuerte advertencia a otros bancos centrales (y al propio Riksbank). En el estado actual del conocimiento, hay poco o ningún apoyo teórico y empírico para que la política monetaria se apoye contra el viento con fines de estabilidad financiera, es decir, una política monetaria algo más contractiva que la que justifican los objetivos de política monetaria por sí solos. Las estimaciones arrojan costos mucho mayores que los posibles beneficios. Entonces, cualquier estrategia a contraviento debería emprenderse solo si cuenta con el respaldo de un análisis minucioso y convincente de la relación costo-beneficio. Dada la evidencia disponible en la actualidad, sus partidarios son quienes deben demostrar las ventajas de LAW.

REFERENCIAS

Adrian, T. y N. Liang (2018). “Monetary Policy, Financial Conditions, and Financial Stability”. *International Journal of Central Banking* 14(1): 73–131.

Ajello, A., T. Laubach, D. Lopez-Salido y T. Nakata (2016). “Financial Stability and Optimal Interest-Rate Policy”. Finance and Economics Discussion Series 2016-067, Federal Reserve Board.

Allen, F., C. Bean y J. De Gregorio (2016). “Independent Review of BIS Research: Final Report”. Disponible en www.bis.org.

Assenmacher-Wesche, K. y S. Gerlach (2010). “Credit and Bubbles”. *Economic Policy* 25(63): 437–82.

Banco de Inglaterra (2013). *Monetary Policy Trade-offs and Forward Guidance*, agosto. Disponible en www.bankofengland.co.uk.

Bean, C., M. Paustian, A. Penalver y T. Taylor (2010). “Monetary Policy after the Fall”. En *Macroeconomic Challenges: The Decade Ahead*, Federal Reserve Bank of Kansas City. Disponible en www.kansascityfed.org.

Bean, C. (2014). “The Future of Monetary Policy”. Charla en Londres, R.U. 20 de mayo. Disponible en www.bankofengland.co.uk.

Bernanke, B.S. (2010). “Monetary Policy Objectives and Tools in a Low-Inflation Environment”. Charla en Boston, EE.UU. 15 de octubre. Disponible en www.federalreserve.gov.

Bernanke, B.S. (2015). “Should Monetary Policy Take into Account Risks to Financial Stability?” blog post, 7 de abril. Disponible en www.brookings.edu.

Banco de Pagos Internacionales (2014). *BIS 84th Annual Report*. Disponible en www.bis.org.

Banco de Pagos Internacionales (2014). *BIS 86th Annual Report*. Disponible en www.bis.org.

Borio, C. (2017). “Macroprudential Frameworks: (Too) Great Expectations?” En *Macroprudentialism*, VoxEU.org eBook, editado por Schoenmaker CEPR, 29–45.

Borio, C. y H. Zhu (2008). “Capital Regulation, Risk-Taking and Monetary Policy: A Missing Link in the Transmission Mechanism?” BIS Working Paper N°268. Disponible en www.bis.org.

Claussen, C.A., M. Jonsson y B. Lagerwall (2011). “A Macroeconomic Analysis of House Prices in Sweden”. En *The Riksbank's Inquiry into the Risks in the Swedish Housing Market*. Disponible en www.riksbank.se.



Dell'Ariccia, G., L. Laeven y Gustavo Suárez (2017). "Bank Leverage and Monetary Policy's Risk-Taking Channel: Evidence from the United States". *Journal of Finance* 72(2): 613–54.

Dokko, J., B.M. Doyle, M.T. Kiley, J. Kim, S.M. Sherlund, J. Sim y S. Van Den Heuvel (2011). "Monetary Policy and the Global Housing Bubble". *Economic Policy* 26(66): 237–87.

Draghi, M. (2017). "The Interaction between Monetary Policy and Financial Stability in the Euro Area". Charla emitida en la Primera Conferencia de Estabilidad Financiera, organizada por el Banco de España y el Centro de Estudios Monetarios y Financieros, Madrid, mayo. Disponible en www.ecb.europa.eu.

Evans, C.L. (2014). "Thoughts on Accommodative Monetary Policy, Inflation and Financial Instability". Charla pronunciada en Hong Kong, 28 de marzo. Disponible en www.chicagofed.org.

Filardo, A. y P. Rungcharoenkitkul (2016). "Quantitative Case for Leaning Against the Wind". BIS Working Paper N°594, Banco de Pagos Internacionales.

Finansinspektionen (autoridad de supervisión financiera de Suecia) (2017). *The Swedish Mortgage Market*. Disponible en www.finansinspektionen.se.

Flodén, M., M. Kilström, J. Sigurdsson y Roine Vestman (2016). "Household Debt and Monetary Policy: Revealing the Cash-Flow Channel". CEPR Discussion Paper N°12270. Disponible en www.cepr.org.

Federal Open Market Committee (FOMC) (2016). "Minutes of the Federal Open Market Committee, April 26–27, 2017". Board of Governors of the Federal Reserve System. Disponible en www.federalreserve.gov.

Federal Open Market Committee (FOMC) (2017). "Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy". Adoptado el 24 de enero de 2012, enmendado a partir del 31 de enero de 2017. Disponible en www.federalreserve.gov.

Gourio, F., A.K. Kashyap y J. Sim (2017). "The Tradeoffs in Leaning Against the Wind". NBER Working Paper N°23658. Disponible en www.nber.org.

Hammond, P. (2017). "Letter to Marc Carney". 8 de marzo. HM Treasury.

Fondo Monetario Internacional (2013). "Key Aspects of Macprudential Policy". IMF Staff Report. Disponible en www.imf.org.

Fondo Monetario Internacional (2015). "Monetary Policy and Financial Stability". IMF Staff Report. Disponible en www.imf.org.

Kohn, D. (2015). "Implementing Macroprudential and Monetary Policies: The Case for Two Committees". Artículo presentado en la conferencia "Macroprudential Monetary Policy", Federal Reserve Bank of Boston, 2–3 de octubre. Disponible en www.bostonfed.org.

Olsen, Ø. (2015). "Integrating Financial Stability and Monetary Policy Analysis". Discurso pronunciado en Londres, Reino Unido, 27 de abril. Disponible en www.norges-bank.no.

Riksgälden (oficina de deuda nacional de Suecia) (2008). *Central Government Borrowing, Forecast and Analysis 2008:3*. Disponible en www.riksdagen.se.

Stein, J.C. (2013). "Overheating in Credit Markets: Origins, Measurement, and Policy Responses". Charla presentada en St. Louise, el 7 de febrero. Disponible en www.federalreserve.gov.

Svensson, Lars E.O. (2010). "Some Problems with Swedish Monetary Policy and Possible Solutions". Exposición en Estocolmo, 24 de noviembre. Disponible en www.riksbank.se.

Svensson, L.E.O. (2011). "Practical Monetary Policy: Examples from Sweden and the United States". *Brookings Papers on Economic Activity*. Disponible en www.brookings.edu.

Svensson, L.E.O. (2013). "Some Lessons from Six Years of Practical Inflation Targeting". *Sveriges Riksbank Economic Review* 2013(3): 29–80. Disponible en www.riksbank.se.

Svensson, L.E.O. (2015). "Inflation Targeting and Leaning Against the Wind". En *South Africa and the Challenges of a Changing Mandate: South African Reserve Bank Conference Proceedings 2014*, Pretoria: South African Reserve Bank. Disponible en www.larseosvensson.se.

African Reserve Bank (2015). *Fourteen Years of Inflation Targeting in South Africa and the Challenges of a Changing Mandate: South African Reserve Bank Conference Proceedings 2014*, Pretoria: South African Reserve Bank. Disponible en www.larseosvensson.se.

Svensson, L.E.O. (2016). "Monetary Policy and Macroprudential Policy: Different and Separate". Presentado en la 59ª Conferencia Anual de la Reserva Federal en Boston, "Macroprudential Monetary Policy", 2–3 de octubre de 2015. Disponible en www.larseosvensson.se.

Svensson, L.E.O. (2017a). "Cost-Benefit Analysis of Leaning Against the Wind". *Journal of Monetary Economics* 90: 193–213. Disponible en www.larseosvensson.se.

Svensson, L.E.O. (2017b). "Leaning Against the Wind: Costs and Benefits, Effects on Debt, Leaning in DSGE Models, and a Framework for Comparison of Results". *International Journal of Central Banking* 13 (septiembre): 385–408. Disponible en www.larseosvensson.se.



Svensson, L.E.O. (2017c). “Leaning Against the Wind: The Role of Different Assumptions About the Costs”. Working Paper, Stockholm School of Economics. Disponible en www.larseosvensson.se.

Sveriges Riksbank (2010). *Minutes of the Monetary Policy Meeting*, 30 de junio. Disponible en www.riksbank.se.

Sveriges Riksbank (2017). *Monetary Policy Report*, julio. Disponible en www.riksbank.se.

Tucker, P. (2015). “Microprudential versus Macroprudential Supervision: Functions that Make Sense Only as Part of an Overall Regime for Financial Stability”. Presentado en la 59ª Conferencia Anual de la Reserva Federal en Boston, “Macroprudential Monetary Policy”, 2–3 de octubre de 2015. Disponible en www.bostonfed.org/macprudential2015/papers/Tucker.pdf.

Tucker, P. (2016). “Macroprudential Policy Regimes: Definition and Institutional Implications”. En *Progress and Confusion: The State of Macroeconomic Policy*, editado por O. Blanchard, R.G. Rajan, K.S. Rogoff y L.H. Summers. Boston MA: MIT Press.

Turner, P. (2017). “Did the Central Banks Cause the Last Financial Crisis? Will They Cause the Next?” NIESR Discussion Paper N°484, National Institute of Economic and Social Research. Disponible en www.niesr.ac.uk.

Williams, J.C. (2015). “Macroprudential Policy in a Microprudential World”. Charla presentada en Singapur, 28 de mayo. Disponible en www.frbsf.org.