

# LA PARADOJA DE LOS BANQUEROS: LA ECONOMÍA POLÍTICA DE LA REGULACIÓN MACROPRUDENCIAL

*Andrew Baker*

---

## 1. INTRODUCCIÓN

---

**E**l riesgo sistémico, o con mayor precisión, el área relativamente nueva de política pública de la gestión del riesgo sistémico financiero (regulación macroprudencial) tiene una peculiar economía política emergente. Antes de la crisis financiera de 2008 pocos economistas y aún menos formuladores de política financieros pensaban en términos de riesgo sistémico. El enfoque dominante en la regulación financiera era casi exclusivamente de naturaleza microprudencial. Se trataba de evaluar la seguridad de las instituciones individuales, incluidos sus sistemas de administración de riesgo y de perfil de riesgo individual. El respaldo intelectual para este enfoque proviene de versiones simplificadas de la hipótesis de mercados eficientes de Eugene Fama (Fama, 1970), mientras que las cepas dominantes en la modelización macroeconómica prestaron poca o ninguna atención a los ciclos financieros y de crédito como fuentes de amplia inestabilidad en el sistema macroeconómico (Borio, 2011; Goodhart, Tsomocos y Shubik, 2013; Drehmann *et al.*,

---

Traduce y publica el CEMLA con la debida autorización. A. Baker es profesor titular en Economía Política, Escuela de Política, Estudios Internacionales y de Filosofía, Queen's University of Belfast <a.baker@qub.ac.uk>. Otras versiones de este trabajo se han presentado como tema principal en la conferencia Transnational Professionals del Departamento de Negocios y Política de la Escuela de Negocios de Copenhague el 16 de octubre de 2013; en un taller sobre Resistencia Financiera en la Universidad de Warwick el 15 de noviembre de 2013; en una conferencia en el Centro de Riesgo Sistémico (ESRC, por sus siglas en inglés) de la Escuela de Economía y Ciencias Políticas de Londres, La Economía Política del Riesgo Sistémico, 6 de marzo de 2014; y en el Seminario RIPS en la Queen's University of Belfast el 14 de octubre de 2014. Este documento es esencialmente un panorama de un argumento más detallado y empíricamente denso que se expone en el manuscrito de un libro con el mismo título. Originalmente publicado como SRC Discussion Paper núm. 37, abril del 2015, del Centro de Riesgo Sistémico, Escuela de Economía y Ciencias Políticas de Londres. El autor agradece el apoyo del Consejo de Investigación Económica y Social (ESRC, por sus siglas en inglés) con financiamiento de la SRC [número de concesión ES/K002309/1].

2012). El redescubrimiento del riesgo sistémico en la fraternidad de los economistas académicos y políticos después de 2008 se materializa por el ahora infame cuento alrededor de la visita de la monarca británica a la Escuela de Economía de Londres (LSE, por sus siglas en inglés), el 5 de noviembre de 2008, cuando planteó la pregunta, ¿por qué nadie se percató de lo que se venía? La respuesta subsecuente de la British Academy haciendo hincapié en que la única cosa que los economistas habían pasado por alto era el riesgo sistémico (British Academy, 2009) tuvo también una contraparte en el mundo de la política. Los bancos centrales y los reguladores descubrieron la regulación macroprudencial como una serie de instrumentos y técnicas políticas que podrían contener y frenar el riesgo financiero sistémico (Borio, 2009 y 2011; Baker, 2013a). En 2009 los líderes del G20 pidieron a los reguladores que empezaran a formular regímenes regulatorios macroprudenciales para este fin (G20, 2009).

Los esfuerzos macroprudenciales para mitigar el riesgo sistémico implican una serie de intervenciones de política en los mercados financieros y de crédito, que comprenden una variedad de técnicas de estabilización anticíclicas en su mayoría sin probar, formuladas para influir en la formación de precios o para dirigir al crédito y los flujos de inversión fuera de ciertas áreas y hacia otras áreas. En este sentido la política macroprudencial es explícita y notablemente más distributiva que la monetaria. En ocasiones será poco popular y es probable que sea objeto de crítica y oposición política. También implica otorgar mucho mayor poder a los reguladores tecnocráticos, por lo general los bancos centrales. Sin embargo, la política macroprudencial es tan nueva como área de política que no tenemos pruebas o datos sobre cómo se va a desempeñar políticamente en diferentes entornos, en términos de las reacciones de los políticos, desde los actores más importantes de la industria y la actitud del público en general hasta la ejecución del conjunto de instrumentos de política macroprudencial. Evaluar la manera en la que la organización institucional

de las estructuras de las políticas macroprudenciales interactuará con el proceso político general —la pregunta de qué es la economía política emergente de la regulación macroprudencial y cómo se justificará y explicará al público y quién lo hará—, la finalidad social de la regulación macroprudencial, requiere inevitablemente cierto grado de especulación. En la evaluación de la economía política de la regulación macroprudencial, sencillamente tenemos muy poco para continuar. Como un área altamente experimental y (relativamente) nueva de las políticas públicas, la regulación macroprudencial tiene una economía política emergente e incierta. Este documento sostiene que el análisis inicial de esta economía política emergente se realiza mejor en primera instancia mediante el análisis en detalle de las ideas que constituyen la perspectiva macroprudencial y las reivindicaciones que la componen. En este sentido, el documento afirma que hay ventajas al ver la política macroprudencial a través de lo que los científicos políticos denominan lentes constructivistas (Abdelal, Blyth y Parsons, 2010). Las opiniones constructivistas sostienen que en periodos de crisis económica es imprescindible prestar atención a las ideas económicas de los agentes económicos clave, pues esas ideas son necesarias para navegar, diagnosticar e interpretar la incertidumbre y en el proceso generan nuevos modelos institucionales y nuevos arreglos institucionales que a su vez facultan y despojan de facultades a los diferentes actores y agrupaciones (Blyth, 2002). Por lo tanto las ideas son anteriores al cambio institucional y a la comprensión de la economía política de crisis y cambio (Blyth, 2002; Widmaier, Blyth y Seabrooke, 2007).

La primera parte del documento argumenta que la aparición de la regulación macroprudencial puede ser considerada como un periodo de cambio de ideas en un momento de crisis (Baker, 2013a; 2013b). La segunda parte del documento argumenta que la regulación macroprudencial es inherentemente paradójica. Sugiere que una perspectiva macroprudencial identifica y trata de abordar tres paradojas que caracterizan el mundo financiero.

A su vez, la política macroprudencial genera otras dos paradojas claramente políticas. Cada una de estas cinco paradojas se abordará una por una. La última sección del artículo analiza en detalle la quinta paradoja, lo que sugiere que se trata de la paradoja extrema de los banqueros (o banqueros centrales), que para quienes formulan la política es la más difícil de resolver. Se sugiere que la economía política futura de la regulación macroprudencial

va a depender de la manera en la que quienes formulan las políticas, particularmente los banqueros centrales, manejen esta quinta paradoja. Se pretende que este argumento sea aplicable a los regímenes de regulación macroprudencial de todo el mundo, aunque es más aplicable al caso del Reino Unido; la mayoría de los ejemplos se han extraído de este caso, sobre todo en la última parte.

---

## 2. EL ENFOQUE MACROPRUDENCIAL COMO CAMBIO DE IDEAS

---

**E**n general, la regulación macroprudencial se puede definir como la variación de medidas prudenciales por parte de quienes formulan las políticas (requerimientos normativos como relaciones de préstamos a ingreso/préstamo a valor y requisitos de capital, ajustados por el ciclo en respuesta a medidas del sistema general sobre riesgo sistémico excesivo) en un esfuerzo para prevenir la inestabilidad financiera extendida del sistema (Haldane, 2014). En este sentido, la regulación macroprudencial se ha descrito como un nuevo tercer brazo de la política para ubicarse al lado de políticas fiscales y monetarias más tradicionales, situado en algún lugar entre la política monetaria y la supervisión de las instituciones financieras individuales (Jones, 2011). El indicador macroprudencial primario actual es un coeficiente de crédito a PIB (mencionado en el acuerdo de Basilea III; Drehmann, Borio y Tsatsaronis, 2011). Como aseveró un banquero central, el objetivo de la política macroprudencial es aumentar la *ambidestreza macroeconómica* de las autoridades públicas (Haldane, 2014). Esto se logrará otorgando a los reguladores mayor capacidad para moderar los ciclos financieros mediante la variación de los requerimientos reglamentarios de acuerdo con las circunstancias de una manera diferenciada, sin necesidad de recurrir al instrumento más contundente de ajustes a las tasas de interés. En resumen, el enfoque macroprudencial implica el uso de medidas prudenciales para fines macroeconómicos para hacer frente a las burbujas financieras potencialmente desestabilizadoras y nocivas (Haldane, 2014).

Pocos centros financieros y autoridades monetarias importantes operaron instrumentos de política macroprudencial reconocibles antes de la crisis de 2008. Las excepciones se encontrarían en el caso del sistema

de aprovisionamiento dinámico de España y requisitos de capital anticíclicos similares en la India, mientras que algunas economías del sudeste asiático en particular Corea del Sur usaron relaciones de préstamo-valor para limitar los préstamos inmobiliarios e imponer gravámenes sobre los pasivos en moneda extranjera de los bancos. Sin embargo, en Estados Unidos, el Reino Unido y en la zona del euro en su conjunto, no había nada que se acercara a una regulación macroprudencial del sistema financiero en su conjunto con base en los cálculos de riesgo sistémico. Una de las razones principales de esto fue la sabiduría convencional previa a la crisis, compartida por los reguladores, los bancos centrales y los departamentos de gestión de riesgos de los grandes bancos, basada en una versión simplificada de las teorías de mercado eficiente que era la antítesis de la necesidad de regulación macroprudencial y que la rechazaba. Por ejemplo, la suposición de que los mercados financieros eran en su mayoría eficientes y tendían al equilibrio no fueron simplemente aceptadas por la Autoridad de Servicios Financieros (FSA, por sus siglas en inglés) del Reino Unido antes de la crisis, pero se “convirtieron en parte del ADN institucional” (Turner, 2011). En este marco, la regulación macroprudencial apareció como un conjunto innecesariamente cauteloso y costoso de propuestas. Aceptemos la opinión de Adair Turner o no de que las versiones simplificadas de la teoría del mercado eficiente se habían convertido en parte del ADN institucional en el mundo de la regulación financiera, hay gran cantidad de evidencia de que tal teoría proporcionó una plataforma intelectual básica para mucha de la auténtica práctica reguladora previa a la crisis.

La práctica reguladora anterior a la crisis estuvo muy influida por la noción de *mayor transparencia* (Baker, 2006). La cuestión fundamental en la gobernanza financiera fue construida de manera general en términos de la necesidad de maximizar la información disponible para los actores del mercado, mediante la liberación de información de los gobiernos y las propias instituciones financieras,

lo que podría a su vez suministrarse a los modelos de gestión de riesgos de los bancos y las instituciones financieras. Esto se basó en la creencia de que si los mercados financieros tenían información y datos adecuados, los procesarían de manera eficiente. Los casos de perturbación financiera tienden a ser vistos como el resultado de información inadecuada, lo que significa que la falta de transparencia, sea de las autoridades públicas o en las prácticas de gobernanza corporativa para la divulgación de información, tendía a ser culpada por la ocurrencia de crisis financiera, como es el caso de la crisis financiera de Asia (Blyth, 2003; Baker, 2006). A su vez, los reguladores o supervisores se concentraban en observar y evaluar las prácticas de gestión de riesgos de las instituciones individuales para asegurarse que estaban siguiendo las mejores prácticas y, por tanto, podrían ser consideradas seguras (Tsingou, 2008). Este enfoque fue integrado internacionalmente mediante el acuerdo de Basilea II, que como varios académicos han demostrado, planteó una atención creciente en el modelo de valor en riesgo (VaR) de los bancos, como base para el cálculo de los requisitos mínimos de capital de los bancos; de ahí se concluyó que los bancos más grandes tienen los modelos de gestión de riesgos más refinados y, en consecuencia, les permite tener menores requisitos de capital (Tsingou, 2008; Underhill y Zhang, 2008; Lall, 2011). Como destaca Eleni Tsingou, esto se traduce en la práctica de los reguladores, o con mayor exactitud, supervisores, en la que esencialmente pregunta a los grandes bancos qué hicieron y evalúan sus procesos y técnicas de gestión de riesgos, en lugar de considerar los modelos de negocio de las instituciones (Tsingou, 2008). Una microvisión del mundo, en que se supuso que los agentes racionales usarían de manera eficiente la información para producir un equilibrio de mercado, siempre y cuando hubiera sistemas refinados y capacidad de tecnologías de información para la gestión de riesgos.

El surgimiento de la regulación macroprudencial representa un cambio de idea, porque refuta cuatro

declaraciones centrales del enfoque de mercados eficientes y nos proporciona una serie de supuestos diametralmente opuestos, a partir de los cuales construir regímenes de políticas públicas. En este sentido, Paul Tucker cuando era subgobernador del Banco de Inglaterra mencionó que empezaba a pensar que los mercados financieros eran ineficientes, estaban plagados de hábitats preferidos, información imperfecta, arbitraje regulatorio, comportamiento en manada y habitado por agentes con una racionalidad menos que idealizada (todas características de una perspectiva macroprudencial), como un *Gestalt flip* (Tucker, 2011, pp. 3-4). El uso de este lenguaje evoca inmediatamente las imágenes de un cambio de paradigma como lo describe Kuhn. Sigue siendo prematuro equiparar el surgimiento de una perspectiva macroprudencial con un cambio de paradigma, pero está claro que los supuestos subyacentes sobre la naturaleza de los mercados financieros y cómo se relacionan con el desempeño macroeconómico en general han sido fuertemente cuestionados y revisados por el surgimiento de la perspectiva macroprudencial en la comunidad reguladora, en comparación con los supuestos que dominaron en los años noventa y la primera mitad del decenio siguiente (Baker, 2013b). En este sentido, el filtro cognitivo de los reguladores ha cambiado a un marco muy diferente por el cambio ideacional macroprudencial, ya que ahora la inestabilidad financiera se considera una característica cíclica, endógena y endémica de los mercados financieros modernos (Baker, 2013a).

Los cuatro conceptos fundamentales clave de la perspectiva macroprudencial son todos aspectos que desafían el pensamiento de mercado eficiente. La falacia de composición desafía la noción de que los incentivos y las decisiones racionales de los actores individuales son suficientes para generar la estabilidad financiera. El enfoque procíclico plantea la posibilidad de que los precios de los mercados financieros sean proclives a cambios extremos en lugar de estar generalmente correctos. El comportamiento en manada desafía la noción de que los individuos tienen la capacidad y la

inclinación a evaluar racionalmente toda la información y el análisis de sistemas complejos indica que los complejos sistemas financieros innovadores pueden ser causa de inestabilidad y fragilidad sistémica en lugar de mejorar la durabilidad mediante la diversificación de riesgos y la producción de mercados acabados (Baker, 2013b; Haldane y May, 2011). Estas premisas plantean algunas preguntas implícitas muy graves sobre las actividades financieras que sugieren que pueden producir movimientos extremos y a menudo se caracterizan por una inestabilidad cíclica endógena y dinámica que puede ser una fuente de perjuicio macroeconómico. Hubo poca aceptación de estas premisas en el periodo previo a la crisis, al menos en términos de la práctica reguladora real y las políticas públicas.

Otros dos factores contextuales deben guiar nuestro pensamiento acerca de la regulación macroprudencial como un cambio ideacional. El primero es que la aceptación de las filosofías regulatorias macroprudenciales ha sido un tanto desigual en los distintos países y que el alcance de la difusión del giro a la regulación macroprudencial, aunque extenso, todavía está evolucionando debido al hecho de que el desarrollo de la política macroprudencial sigue en una fase sumamente experimental. Como lo mencionaron los funcionarios del Banco de Inglaterra, “el estado de la política macroprudencial se asemeja a la situación de la política monetaria justo después de la segunda guerra mundial, con datos dispersos, teoría incompleta y experiencias insignificantes, lo que significa que la regulación macroprudencial será dirigida a prueba y error” (Aikman, Haldane y Nelson, 2010). Sin embargo, el proceso de construcción del régimen de regulación macroprudencial ya ha comenzado y está avanzando. Por ejemplo, el Consejo de Supervisión de Estabilidad Financiera (Financial Stability Oversight Council, FSOC) deberá tener la responsabilidad de la supervisión macroprudencial en Estados Unidos; el Comité de Política Financiera (Financial Policy Committee, FPC), en el Banco de Inglaterra, tiene la responsabilidad política macroprudencial en el Reino Unido, y la Junta Europea

de Riesgo Sistémico en el Banco Central Europeo va a establecer un marco para la política macroprudencial en la Unión Europea. La evidencia preliminar sugiere que hay por lo menos tres modelos o tipos diferentes representados por regímenes de regulación macroprudencial emergentes.

En primer lugar, en Estados Unidos se destaca cómo los choques y las perturbaciones macroeconómicas afectarán la estabilidad de las instituciones financieras individuales y la estabilidad del sector financiero en su conjunto. Este enfoque implica menos atención en el sector financiero como un transmisor de la inestabilidad endémica y mayor concentración en cómo los acontecimientos en el resto de la economía afectan a las instituciones individuales, según demuestra el enfoque en las pruebas de resistencia de instituciones individuales de Estados Unidos (Haldane, 2013a). Podría decirse que este enfoque sigue concentrado en el ámbito micro e implica meramente vigilar el riesgo sistémico y considerar cómo este afecta a las instituciones individuales. Una razón para ello es que, para muchos partidarios macroprudenciales, la noción de que los mercados financieros se caracterizan por la prociclicidad no ha tenido eco en Estados Unidos por razones intelectuales, culturales e históricas (Persaud, 2010, correspondencia del funcionario al autor). El resultado es una mayor fe en la capacidad de los mercados financieros para limpiar y producir resultados estables y eficientes. Esto también ha sido evidente en un mayor enfoque en Estados Unidos en la búsqueda de atender el problema de *demasiado grande para caer* como medida para mejorar la competencia y el funcionamiento del mercado, en lugar de cuestionar la relación entre la dinámica del mercado y la inestabilidad de una manera más fundamental (Persaud, 2010).

En segundo lugar, en el Reino Unido el enfoque es al revés y se concentra en la forma en que el sistema financiero puede actuar como transmisor de la inestabilidad macroeconómica que afecta el desempeño de la economía en general. Esto refleja una serie de factores, incluyendo el tamaño del

sector financiero y los niveles de apalancamiento más altos entre las instituciones del Reino Unido, lo que significa una mayor amenaza debido a la inestabilidad financiera en términos de efecto sobre el crecimiento y los costos fiscales.<sup>1</sup> Sin embargo, la posición del Reino Unido también refleja una mayor aceptación filosófica e intelectual de la prociclicidad como una dinámica en los mercados financieros que se relaciona con la historia de cómo apareció el pensamiento macroprudencial, con muchos pensadores macroprudenciales pioneros que tenían conexiones con el Reino Unido. Cabe destacar que muchos pioneros en formular políticas macroprudenciales identifican al grupo de mercados financieros de la London School of Economics como un importante centro de pensamiento macroprudencial que aumentó la credibilidad intelectual del empeño en política, así como el importante apoyo inicial de Andrew Crockett, exfuncionario del Banco de Inglaterra y gerente general del Banco de Pagos Internacionales (BPI) con sede en Basilea (entrevistas con funcionarios). En consecuencia, en el régimen del Reino Unido sobre las políticas anticíclicas para el sistema en general, particularmente reservas de capital anticíclicas, que incrementan los reguladores cuando el balance general y el crédito se expanden y las reducen cuando estos se contraen, dando acceso a más fondos para las instituciones en momentos de trastorno en todo el sistema. Una reserva anticíclica de capital se diseña para actuar como ancla de arrastre, templando los extremos del mercado. Esto refleja menos fe en la dinámica de equilibrio de los mercados financieros, con las autoridades públicas desempeñando un papel más activo de dirección correctiva y anticíclica.

Un tercer enfoque emergente es sintomático del sudeste de Asia y en particular Corea del Sur. Mientras que en el Reino Unido se pone más atención en los instrumentos basados en precios como las reservas de capital anticíclicas, en Corea del

<sup>1</sup> El balance general combinado de las tres instituciones más grandes del Reino Unido en 2013 se colocó entre tres y cuatro veces el PIB del Reino Unido.

Sur se destacan los instrumentos basados en las relaciones préstamo-valor (LTV, por sus siglas en inglés) y préstamos-ingreso (LTI, por sus siglas en inglés), así como en los esfuerzos para limitar la exposición en divisas por medio de la utilización de gravámenes y cargos (Lim *et al.*, 2013a, Haldane, 2013). Se trata de una serie de intervenciones más directas que se cree que tienen un mejor historial en la lucha contra las burbujas financieras (Lim *et al.*, 2013a). En un entorno asiático, esto ha armonizado bien con una historia de mayor escepticismo respecto de los logros que atraen flujos financieros externos y la liberación financiera en un contexto más general, y una política de coalición y valores culturales que dan menos importancia a los precios de los inmuebles como medida de la riqueza y fuente de crecimiento. Sin embargo, debido a que la política macroprudencial es todavía muy nueva, estas distinciones entre tipos de regímenes emergentes siguen siendo algo difusas. Por ejemplo, el Reino Unido ha considerado la LTV desde el verano de 2014, mientras se dice que los responsables políticos de Estados Unidos están observando el régimen emergente de política anticíclica del Reino Unido con gran interés (entrevista confidencial con un funcionario). En consecuencia, hay un gran potencial para la experimentación y la fertilización cruzada entre estos tipos generales de regulación macroprudencial.

Un cuarto tipo de regulación macroprudencial totalmente hipotético ha sido identificado por Tamar Lothian en la revista *Global Policy*. Según Lothian, la regulación macroprudencial tiene el potencial para asumir una lógica mucho más transformadora en la que la regulación macroprudencial se pone a trabajar en el nombre de una reforma fundamental, con técnicas e instrumentos macroprudenciales utilizados para poner las finanzas al servicio de la producción, reestructurando las economías políticas e impulsando las relaciones a fin de que las finanzas se conviertan en “el sirvo más que el amo” (Lothian, 2012). Sin embargo, como se ve en la sección final, hay dificultades políticas e institucionales que inhiben debates sobre

cómo podría utilizarse el enfoque macroprudencial para tales fines.

Un segundo factor contextual importante para la comprensión de la economía política emergente de la regulación macroprudencial, más allá de su carácter experimental evolucionario, es el proceso que dio origen al enfoque. El cambio ideacional macroprudencial tenía las características de un golpe de estado interno, impulsado por personas con información privilegiada o buenos contactos dentro de la comunidad política de la banca central transnacional (Baker, 2013a). La historia de la regulación macroprudencial consigna que el término fue utilizado por primera vez de manera informal en el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea en 1979. Después se mencionó en la documentación del BPI, conocido como el banco de los banqueros centrales, durante el decenio de los ochenta y fue desarrollado por funcionarios de esta institución en un programa de investigación después de la crisis financiera asiática de 1997-1998 (Clemente, 2010). Un pequeño círculo de funcionarios y economistas formuló argumentos y análisis macroprudenciales en el periodo previo a la crisis (primera mitad del decenio de los dos mil), pero con pocos avances, debido al sentimiento que prevalecía en los círculos políticos que sostenían que los mercados financieros eran muy eficientes. Este fue particularmente el caso en el BPI, donde algunos funcionarios fueron pioneros macroprudenciales y eran bastante abiertos en su apoyo al enfoque macroprudencial, pero sus argumentos se recibieron con desinterés, particularmente del presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan (Balizil y Scheissl, 2009). También hubo partidarios en el Banco de España, el Banco de Canadá y en algunas economías emergentes del sudeste asiático y la India, así como en el Banco de Inglaterra, aunque en este último caso mantuvieron su investigación macroprudencial discreta y dentro de casa en su mayor parte. Después de la crisis, los macroprudencialistas, reconociendo que el entorno era ahora mucho más susceptible a sus argumentos, se involucraron en una red de

organizaciones y profesionales para promover las ideas y el análisis macroprudenciales con cierto éxito. El aprendizaje y la reevaluación intelectual crítica reflexiva era el orden del día en las redes élite de regulación como el Foro de Estabilidad Financiera (Financial Stability Forum, FSF, que más tarde se convertiría en el Consejo de Estabilidad Financiera, FSB), el G20, el Comité de Basilea, el G30 y otros organismos reguladores nacionales y bancos centrales. El viraje macroprudencial involucró a funcionarios del BPI, algunos funcionarios de los bancos centrales nacionales, entre los que destacan el Banco de Inglaterra, el Banco de Canadá y el Banco de la Reserva de la India, junto con algunos economistas enlazados en red de los sectores privado y académico como Charles Goodhart, John Eatwell, Avinash Persaud, Hyun Song Shin, Markus Brunnermeir, Martin Hellwig, José Ocampo y Stephanie Griffith-Jones (Brunnermeir *et al.*, 2009; Hellwig, 1995; Persaud, 2000; Goodhart y Segoviano, 2004; Griffith-Jones y Ocampo, 2006), empujando el caso de la regulación macroprudencial (Turner, 2011; Baker, 2013), en un torrente de informes técnicos especializados que clamaban por el establecimiento de regímenes de regulación macroprudencial (Brunnermeir *et al.*, 2009; G30, 2009 y 2010; FSF, 2009; De Larosiere, 2009; FSA, 2009). En el lenguaje de los investigadores en Relaciones Internacionales esta avalancha de informes parecía una irresistible *cascada normativa* (Finnemore y Sikkink, 1998). De acuerdo con un prominente pionero macroprudencial, el mayor logro en la consolidación de la filosofía macroprudencial como un avance llegó con la publicación del informe del Grupo de Trabajo 2 del G20 sobre regulación financiera publicado el 25 de marzo de 2009, presidido por el subgobernador del Banco de Canadá y del Banco de la Reserva de la India (correspondencia confidencial del funcionario, Baker, 2014a).

De manera crucial, casi todos los personajes involucrados en la instigación de este golpe de estado fueron economistas, ya sea empleados de los bancos centrales o vinculados a estos que no

estaban convencidos del enfoque de los mercados eficientes y eran críticos del modelo del valor en riesgo (VaR) adoptado por los grandes bancos debido a su carácter procíclico (Hellwig, 1995; Persaud, 2000; Goodhart y Segoviano, 2004).<sup>2</sup> Estos personajes a menudo albergaban diferentes grados de escepticismo sobre los beneficios absolutos de la liberación financiera sin restricciones (Rajan, 2005; Griffith-Jones y Ocampo, 2006). De manera crucial, una respuesta reflexiva crítica en las redes de banca central permitió que elementos dentro de la comunidad política de la banca central transnacional no sólo emprendieran un golpe de estado, criticando la ortodoxia derivada del mercado eficiente, sino también restablecieran la percepción de los profesionales de la banca central sobre la política de regulación financiera y forjaran nuevas funciones para sus organizaciones (Baker, de próxima publicación). En este sentido, la regulación macroprudencial es un proyecto tecnocrático regulatorio concebido por los bancos centrales que en gran parte se trata de que los bancos centrales generen nuevas tecnologías matemáticas de control para orientar los mercados financieros (Engelen *et al.*, 2011; Erturk *et al.*, 2012).

---

<sup>2</sup> Vale la pena señalar que los funcionarios que promovieron y desarrollaron el pensamiento macroprudencial citan el trabajo del Grupo de Mercados Financieros de la LSE como centro clave de individuos que añadieron credibilidad académica a su concepto de prociclicidad, entre ellos Goodhart, Brunnermeir y Shin.

---

### 3. LAS CINCO PARADOJAS DE LA REGULACIÓN MACROPRUDENCIAL

---

Estos dos últimos factores contextuales son importantes para la forma en que examinamos los análisis de la economía política de la regulación macroprudencial. En primer lugar la nueva naturaleza experimental, fluida y evolutiva de la regulación macroprudencial dificulta el análisis empírico. Sin embargo, una manera de esclarecer algunas de las cuestiones de la economía política asociadas a la regulación macroprudencial es escudriñar algunos de los conceptos centrales y postulados de la perspectiva macroprudencial y considerar las cuestiones políticas e institucionales a las que dan lugar. En segundo lugar, entender adónde se dirige la iniciativa macroprudencial requiere entender de dónde viene este proyecto normativo, cómo fue creado y por quién. En general provino de los bancos centrales como consecuencia del aumento de los poderes de estos para participar en un proyecto de control tecnológico. Podría decirse que esta es la característica principal que define la regulación macroprudencial. El resto de este documento considera algunas cuestiones institucionales y políticas asociadas con la regulación macroprudencial como una forma de facultar al banco central alentada por los propios bancos centrales. El argumento que se expone aquí es que la regulación macroprudencial es inherentemente paradójica y está ligada a una serie de paradojas que son fundamentales para su economía política. En particular, la perspectiva macroprudencial identifica y trata de responder a tres paradojas en el mundo financiero, que a su vez conducen a otras dos paradojas políticas e institucionales, la resolución y la gestión, mismas que estarán en el núcleo de la futura economía política de la regulación macroprudencial.

#### PARADOJA I: FALACIAS DE COMPOSICIÓN

El reconocimiento del potencial para y la necesidad de evitar falacias de composición es el punto de partida en el caso intelectual de la regulación macroprudencial y la identificación del riesgo sistémico como fenómeno del mundo real (Crockett, 2000; Borio, 2011a, p. 4; Brunnemeir *et al.*, 2009, p. 11, xv, p. 15). Una falacia de composición en términos muy sencillos es la idea de que un sistema es más que la suma de sus partes o que las propiedades de un sistema no pueden determinarse simplemente identificando las propiedades de los agentes individuales dentro de ese sistema y empeñándose en un crudo proceso de agregación. Lo que es cierto para los agentes individuales no es por lo tanto necesariamente cierto para el sistema como un todo. La falacia más conocida de composición de la economía es la noción de Keynes de la paradoja del

ahorro, en donde una persona muy racional toma la decisión de gastar menos y ahorrar más (Keynes, 1936, p. 84; Samuelson, 1948). En el escenario de la paradoja del ahorro, ya que muchas personas toman la misma decisión al mismo tiempo, el resultado es una disminución en el ahorro agregado en la economía en su conjunto, debido a la caída de la actividad económica, todo provocado por las decisiones simultáneas por aumentar el ahorro y reducir el gasto. El punto más amplio contenido en la paradoja del ahorro, a manera de ejemplo de una falacia de composición, es que las unidades individuales y los agentes por sí solos, tienen muy poco conocimiento de la dinámica y los patrones sistémicos. Por lo tanto, lo que tiene sentido para un agente a través de su lente individual y un cálculo de interés propio, no es necesariamente bueno, ni para el sistema en su conjunto, o en última instancia para su propio bienestar y seguridad económica, pues las acciones individuales pueden generar efectos negativos en el sistema en general. Como lo dijo el propio Keynes, “no es una deducción correcta a partir de los principios de la economía que el interés propio informado siempre funciona en el interés público. Tampoco es cierto que el interés propio esté por lo general informado. Más a menudo los individuos que actúan por separado persiguiendo sus propios fines son demasiado ignorantes o demasiado débiles incluso para alcanzar estos” (Keynes, 1931, pp. 287-288).

Reconocer falacias de composición esencialmente nos dice que los sistemas financieros y económicos modernos son sistemas adaptativos complejos en los que la causalidad lineal no se aplica (Haldane, 2009). En las finanzas esto se relaciona con la dimensión transversal, que es la complejidad de las interconexiones y los circuitos de retroalimentación entre las instituciones, y la dimensión del tiempo, que es la forma en la que la percepción del riesgo y la realidad del riesgo cambian a lo largo del tiempo (Borio, 2009). Tanto la dimensión transversal como su complejidad, y la cuestión de cómo los perfiles de riesgo cambian

con el tiempo, se pueden combinar para crear ceguera y miopía en la toma de decisiones individual.

De manera fundamental, la noción de la falacia de composición también ilustra la necesidad de un regulador sistémico para vigilar y tratar de frenar la acumulación de riesgos sistémicos. Una perspectiva macroprudencial esencialmente está afirmando que las entidades y fuerzas sociales poseen una posición autónoma, ya que el agregado es más que la suma de las partes individuales. Por el contrario, mientras que nociones como el bien común o público no desaparecen por completo en los análisis microclásicos, sí se vuelven meramente añadidas, debido a su enfoque casi exclusivo en agentes individuales. Desde un punto de vista macro, derivado de un reconocimiento del potencial de las falacias de composición, la responsabilidad de una persona por su riqueza siempre es complicada debido a fuerzas sistémicas más amplias. Por ello, las formas públicas de acción económica se vuelven necesarias para estabilizar los procesos en una escala macro. En este universo, la responsabilidad del éxito o fracaso económico no es sólo de los individuos sino que es compartida por el colectivo social y descansa en la legitimidad de una autoridad pública que busca intervenciones para proteger un interés público o propósito social más amplio. En otras palabras, los fundamentos ontológicos del enfoque macroprudencial, basados principalmente en la confirmación de las falacias de composición, se abre a una moral y una ética macro distintivas clausuradas por el pesimismo microclásico respecto de las posibilidades de las intervenciones públicas en la economía (Best y Widmaier, 2006). El punto básico aquí son las razones de cuándo este tipo de intervenciones son justificables y defendibles, las circunstancias y los principios básicos a los que se deben apegar y los beneficios de interés público general derivados de este tipo de intervenciones, los cuales se han buscado con denuedo, ya sea en la bibliografía académica o en el mundo de la política. De modo fundamental, esta posición en relación con la responsabilidad de las autoridades de buscar

una gestión del sistema en general, también tiene fundamentos ontológicos mucho más profundos que simplemente ser un postulado normativo debido al papel fundamental que desempeña la falacia de composición en la perspectiva macroprudencial. El resultado de una mayor conciencia de las falacias de composición, como una característica paradójica del mundo financiero es un reconocimiento de que la autoridad pública tiene que emprender la gestión del riesgo sistémico y asumir una jurisdicción y un alcance sistémicos ya que sin esto el sistema en sí será propenso a costosos episodios de inestabilidad que generan costos para la sociedad en general. En palabras de un funcionario estrechamente relacionado con el viraje macroprudencial, las autoridades públicas tienen que mostrar una mayor disposición a actuar como *planificadores reguladores benignos informados* (Haldane, 2011).

#### PARADOJA 2: LA PARADOJA PROCÍCLICA DEL CRÉDITO

La frase de la paradoja del banquero (en singular, en contraste con el plural de una serie de bancos centrales y sus funcionarios, tal como se utiliza en el título de este trabajo) fue utilizada por primera vez por dos psicólogos evolucionarios en una aportación a las ponencias de la British Academy en 1996 (Tooby y Cosmides, 1996). En pocas palabras, se refirió al fenómeno de que los banqueros sólo prestarían dinero a los que no lo necesitan, o que tienen menos necesidad de crédito, debido al bajo riesgo que representan estos individuos. Hay una versión del siglo XXI de este fenómeno que identifica la perspectiva macroprudencial. Se observa que debido a las técnicas modernas de gestión de riesgos basadas en modelos de valor en riesgo (VaR), el crédito está más disponible cuando el sistema en su conjunto tiene menos necesidad del mismo, y está menos disponible cuando el flujo de crédito es más necesario, desde una perspectiva sistémica. Esto se debe a una prociclicidad inherente y endémica que muestran los sistemas financieros

basados en el mercado o una inestabilidad financiera inherente, en términos de Hyman Minsky, con técnicas modernas de VaR que inculcan esta prociclicidad a los mercados financieros (Minsky, 1977; Eatwell, 2009). La paradoja procíclica del crédito está vinculada a falacias de composición, ya que el sistema de creación y asignación de crédito se rige por los modelos de gestión de riesgos de las instituciones privadas. Estos modelos calibran y evalúan el riesgo en respuesta a cambios de los precios de los activos. Si los precios están cayendo el riesgo aumenta, lo que significa que empieza la venta de activos, se realizan menos inversiones y el crédito se vuelve más escaso en todo el sistema. Si los precios están subiendo, el riesgo cae y el crédito se expande. Desde la perspectiva de las instituciones individuales, este proceso de evaluación de riesgos basada en los precios tiene mucho sentido, pero desde la perspectiva del sistema en su conjunto puede llevar a los precios y la oferta de crédito a los extremos, generando ciclos de crédito muy largos, de cerca de 15 años (el doble de la longitud de los ciclos económicos), que pueden llegar a los extremos en ambas direcciones, con consecuencias desastrosas frente a las cuales los costos de los ciclos de negocios parecen pequeños (Aikman *et al.*, 2010; Borio, 2012; Drehemann *et al.*, 2012; Claessens *et al.*, 2008; Jorda *et al.*, 2011). La regulación macroprudencial consiste entonces en mitigar la paradoja procíclica del crédito por medio de medidas políticas anticíclicas que esencialmente implican que las autoridades públicas ofrezcan mayor orientación en la toma de decisiones privadas y en ocasiones incluso las restrinjan.

#### PARADOJA 3: LA PARADOJA DE LA INESTABILIDAD FINANCIERA

La paradoja de la inestabilidad financiera es un concepto elaborado por uno de los pioneros de la perspectiva macroprudencial, Claudio Borio, un funcionario del BPI, quien también dirigió el primer trabajo conceptual de la perspectiva

macroprudencial (Borio, 2011; Clemente, 2010). La noción de una paradoja de inestabilidad financiera se basa en las ideas de Minsky de que el riesgo y la inestabilidad nacen en periodos de estabilidad (Minsky, 1977). En otras palabras, la paradoja de la inestabilidad financiera determina que la estabilidad genera inestabilidad, debido a que el sistema en su conjunto está en su punto más peligroso y riesgoso precisamente en el punto en que parece estar más protegido para una mayoría crítica de actores, desde su perspectiva individual. En este sentido, la paradoja de la inestabilidad financiera es consecuencia del fenómeno de las falacias de composición. Cuando el riesgo parece bajo y los precios de los activos en el mercado están aumentando, el crédito se extiende empujando los precios más arriba (la paradoja procíclica del crédito) y los inversionistas privados buscan más riesgos en la búsqueda de rendimiento, precisamente porque los periodos de percepción de bajo riesgo suelen ir acompañados de tasas de interés bajas, fomentando la toma de riesgos (Borio, 2011). Esto suele ir acompañado por lo que Carmen Reinhart y Kenneth Rogoff aluden como la narrativa de “esta vez es diferente”, donde la sociedad en su conjunto se convence a sí misma de que este periodo de expansión económica, aumento de precios de los activos y crecimiento del crédito es diferente de los periodos anteriores de expansión financiera, normalmente debido a la tecnología, o a cierta mejora de la productividad, lo que significa que es posible sostener el periodo actual de arrogancia financiera (Reinhart y Rogoff, 2011). Cuando una masa crítica de actores asume que el riesgo es bajo, se buscan más riesgos; a medida que se toman decisiones de inversión de mayor riesgo, tanto más apalancadas quedan las instituciones financieras en busca de la rentabilidad ofrecida por el aumento de precios de los activos. Las inversiones de alto riesgo y los resultantes periodos de inestabilidad emergente de coyunturas en las que el riesgo parece ser bajo para la mayoría de los actores en un periodo de aparente estabilidad.

En última instancia, la regulación macroprudencial implica un marco conceptual que identifica falacias de composición en el mundo de las finanzas, la paradoja procíclica del crédito y la paradoja de la inestabilidad financiera y trata de responder a estos fenómenos equipando a los reguladores con jurisdicción sistémica para ajustar los requerimientos y las reglas que tienen que cumplir los participantes del mercado, en respuesta a los acontecimientos y patrones cíclicos del sistema general. Sin embargo, la política anticíclica del tipo prescrito por la perspectiva macroprudencial plantea cuestiones políticas e institucionales complicadas.

#### PARADOJA 4: LA PARADOJA POLÍTICA DE LA POLÍTICA ANTICÍCLICA

La paradoja de la inestabilidad financiera produce una paradoja política específica que se encuentra en el corazón de la futura economía política emergente de la regulación macroprudencial. Es que las medidas anticíclicas son más necesarias desde la perspectiva del sistema en su conjunto, precisamente en el momento en que hay menos apetito político y social para estas, ya que para la mayoría, desde una perspectiva individual, parecen innecesarias debido a la percepción de riesgo bajo. La narrativa de “esta vez es diferente” se suma a estas dificultades políticas de tomar medidas impopulares que se inclinan contra el sentimiento social y político que prevalece en el mercado. Es por esta razón que los reguladores tienen que estar facultados para tomar decisiones impopulares difíciles en momentos de bonanza financiera. En otros contextos, la política anticíclica, en particular la fiscal, ha demostrado ser políticamente difícil, porque hay poco apetito e incentivos para apretar en momentos de crecimiento.

En el corazón de la economía política emergente de la regulación macroprudencial es donde se sufre un problema político de respaldo. Como cuenta Claudio Borio del BPI, “no hay electorado ya formado en contra de la sensación embriagadora de hacerse rico”, que es característica de un

auge financiero (Borio, 2013, p. 5). Por supuesto, existe una solución política e institucional a esta paradoja, y es bien conocida. Se llama independencia del banco central (Rogoff, 1985). Un argumento similar conocido se ha aplicado a la política monetaria desde los años noventa. Este argumento dicta que la responsabilidad de fijar la política monetaria debería ser asignada a los bancos centrales, no a los políticos, ya que es menos probable que se dejen llevar por las próximas elecciones (Cuikerman, Webb y Neyapti, 1992; Crowe, 2008; Broz, 2002). Los bancos centrales independientes no tienen que preocuparse por la participación en concursos de popularidad, por lo que son más propensos a tomar las medidas adecuadas basadas en el sistema de datos de todo el sistema (medidas de inflación en el caso de la política monetaria o de crédito respecto al PIB, como una guía emergente en política macroprudencial). En otras palabras, el argumento es que la política macroprudencial debe ser guiada por las instituciones alejadas y aisladas del proceso político. Si aceptamos que la creación de estas instituciones es posible o no, este es el argumento actual que sostienen prominentes partidarios macroprudenciales dentro de los propios bancos centrales (Lim *et al.*, 2013b; Haldane, 2013).

#### PARADOJA 5: PARADOJA DE LA LEGITIMIDAD Y DESPOLITIZACIÓN DE LA TECNOCRACIA

La propuesta de solución a la paradoja política de la política anticíclica, la independencia del banco central, crea una paradoja institucional y política potencialmente mucho más fundamental, que es mucho más difícil de resolver, pero crucial para la economía política emergente de la regulación macroprudencial. En primer lugar, la característica primordial y fuerza principal del proyecto de regulación macroprudencial (que le ha dado la credibilidad y la hizo atractiva), como argumentó el grupo CRESC en la Universidad de Manchester, es que se trata de un intento de ejecutar un proyecto tecnocrático y de control matemático para frenar los

excesos financieros y sus consecuencias socialmente nocivas (Engelen *et al.*, 2011; Erturk *et al.*, 2011). Su naturaleza tecnocrática, el hecho de que fue desarrollada por individuos bien relacionados en la comunidad de política de la banca central, la colocó muy bien en términos de debates de política, apoyada por voces creíbles y también significó que era relativamente no amenazante o controvertida, porque la iniciativa macroprudencial en su inicio se presentó como una serie de intervenciones técnicas relativamente estrechas impulsadas por lecturas técnicas de patrones de datos sistémicos. En los debates relacionados con la regulación macroprudencial se han evitado en gran medida preguntas fundamentales sobre el propósito de la regulación macroprudencial y el tipo de sistema financiero y economía al que debe contribuir y brindar soporte. Cuando los partidarios macroprudenciales estaban tratando de lograr la aceptación generalizada de esta perspectiva, tuvo sentido guardar silencio sobre estos asuntos y presentar la regulación macroprudencial como una serie de respuestas técnicas a la inestabilidad financiera, de modo que pudiera ganar apoyo político y profesional en la cima de la crisis del 2008, pero sigue estando en duda si es políticamente sostenible en el mediano plazo y este es el centro de análisis en el resto de este documento. Aquí se arguye que las fuerzas técnicas y el estado del proyecto macroprudencial son también la principal debilidad potencial política o el talón de Aquiles del proyecto macroprudencial, que potencialmente pone en riesgo su sustentabilidad política y legitimidad de largo plazo (Baker, 2014). Otra forma de enmarcar esta paradoja es que los esfuerzos por despolitizar aún más la formulación de políticas del banco central (mediante la asignación de poderes macroprudenciales) en realidad tienen el efecto contrario y cada vez politizan más a los bancos centrales, de maneras que pueden potencialmente minar sus reivindicaciones como autoridad técnica apolítica.

La independencia del banco central durante los decenios de los noventa y los dos mil se basó en un contrato simple de delegación (Crowe, 2008; Broz,

2002; Keefer y Stasvage, 2003). Los gobiernos soberanos establecieron mandatos para un organismo por el que no se vota y le otorgaron control sobre un instrumento concreto para cumplir con ese mandato. Tales acuerdos fueron conocidos como independencia operativa y en la política monetaria a menudo involucraban a un banco central al que se le daba control sobre las tasas de interés para cumplir una meta de inflación establecida por el gobierno (Crowe, 2008; Mihailov, 2006). Tales regímenes orientados a cumplir con las metas de inflación fueron un dispositivo político pulcro que funcionó políticamente por dos razones principales. La primera es que eran relativamente fáciles de entender. Un instrumento—las tasas de interés—se ajustó a cumplir un objetivo, una meta de inflación. Fue relativamente fácil juzgar el desempeño y en el Reino Unido, el gobernador del Banco de Inglaterra estaba obligado a escribir una carta al gobierno si el objetivo no se cumplía, explicando el fracaso. En este sentido las relaciones de rendición de cuentas eran relativamente precisas y había un punto de referencia claro para evaluar el desempeño del banco central. Por otra parte, las personas parecían entender intuitivamente que el aumento de los precios podría dañar su propio bienestar material al reducir su poder adquisitivo, independientemente de las realidades de este y de las ganancias obtenidas por una mayor inflación. A diferencia de la justificación intelectual de la política macroprudencial que invoca una serie de paradojas complejas contraintuitivas (como hemos visto), el caso de la inflación objetivo, que da a los banqueros centrales fuera del alcance y aislados de la política el control de las tasas de interés para cumplir con una inflación objetivo, fue un caso relativamente simple. Tal argumento apela directamente al bienestar propio de un individuo (los beneficios de limitar la velocidad del aumento de precios en la economía en su conjunto) en términos directos. Por el contrario, una perspectiva macroprudencial alude a resultados sistémicamente benéficos y deseables que son mucho más difíciles de comunicar y de traducir en ganancias

materiales individuales directas. Además, por lo menos en el corto plazo, la política macroprudencial puede parecer que va en el sentido opuesto al restringir potencialmente el acceso de un individuo a los créditos y a los activos.

En segundo lugar, aquellos que están hasta abajo y hasta arriba del flujo de ingresos tienen razones muy diferentes para temer a la inflación. En la parte superior del flujo de ingresos los individuos con gran riqueza neta acumulada tienen miedo de que una inflación alta erosione su riqueza acumulada. En la parte inferior del flujo de ingreso, la evidencia empírica muestra que los que tienen los ingresos más reducidos son los que más sufren cuando los precios suben de manera considerable, pues gran parte de sus ingresos se destina a gastos de subsistencia básica (Albanesi, 2007; Erosa y Ventura, 2002). En teoría, al menos esto le dio a las metas de inflación la base para cierto atractivo interclasista y un amplio electorado que se identificaría con ella como un objetivo que protege sus intereses (Goodman, 1991). Cabe destacar que el argumento a favor de que los bancos centrales operativamente independientes tengan una meta de inflación no ha creado una reacción política pública en las democracias establecidas, y sólo algunos partidos políticos han desafiado abiertamente el principio, lo que sugiere que por lo menos la meta de inflación no ha demostrado ser electoralmente una desventaja hasta la fecha (Bodea y Hicks, 2014).

Desafortunadamente, la regulación macroprudencial no comparte estas ventajas políticas. Los beneficios de la regulación macroprudencial relacionados con la reducción de los costos ocultos a largo plazo generados por el riesgo sistémico y la inestabilidad financiera son mucho más difíciles de expresar y comunicar en términos de beneficios individuales a corto plazo. Además, el caso de la regulación macroprudencial descansa en una serie de afirmaciones contraintuitivas acerca de la naturaleza paradójica de la toma de riesgos financieros. Una vez más se trata de argumentos mucho más complejos que son menos fáciles de

entender para el público en general que las referencias a los perjudiciales aumentos de precios. Las razones y los argumentos macroprudenciales parecen tener mucho menor atractivo intuitivo que sus equivalentes de política monetaria, aunque la actitud del público hacia la política macroprudencial es un área en la que se necesita más investigación y recopilación de datos. Además, la política macroprudencial implica intervenciones para reducir la liquidez en el sistema financiero en periodos de auge (y aumentarla en periodos de contracción), pero también dificultar el acceso al crédito a ciertos grupos en determinados momentos. Por lo tanto, es de esperarse que la política macroprudencial anticíclica sea impopular y explicar sus beneficios a largo plazo con la reducción de los costos ocultos de futuras crisis financieras se vuelve complicado precisamente porque la política macroprudencial tiene por objeto evitar los costos futuros inciertos que son difíciles de calcular y cuantificar, o de explicar al público en general. En este sentido, los electorados de apoyo de la política macroprudencial son menos fáciles de identificar que en el caso de la política monetaria. Más aún, los beneficios materiales de este tipo de políticas son más difíciles de explicar.

El contrato de delegación y la relación de rendición de cuentas se complican de manera similar en el caso de la política macroprudencial. Considerando que la política monetaria implicó una disposición directa mediante la cual un instrumento estaba dirigido a un objetivo, no existe un equivalente en el caso de la política macroprudencial. La razón principal de esto es que la perspectiva macroprudencial ve el riesgo financiero como dinámica sistémica y endógena, con burbujas financieras que sutilmente evolucionan y toman formas diferentes. Uno de sus objetivos principales es aumentar la capacidad de las autoridades para responder a las nuevas burbujas financieras en forma cada vez más diferenciada y sin tener que recurrir a ajustes de las tasas de interés, lo cual puede tener efectos macroeconómicos indeseables más amplios, lo que aumenta la *ambidestreza*

*macroeconómica* de las autoridades (Haldane, 2014). El arsenal potencial de la política macroprudencial es amplio e incluye: requisitos de capital anticíclico; provisiones dinámicas para préstamos incobrables; requerimientos de liquidez anticíclica; topes administrativos en crédito agregado; requerimientos de reserva; límites al apalancamiento en las compras de activos; relación entre préstamo y valor para las hipotecas; relación de préstamo a ingresos; márgenes mínimos en préstamos garantizados; impuestos sobre las transacciones; restricciones sobre las discordancias de moneda y los controles de capital (Elliot, 2011). No todos los políticos quieren hacer uso de todos los instrumentos en la misma medida, y el entorno político, social, institucional y cultural tendrá influencia en esto. Estas respuestas diferenciadas tendrán que documentarse con mayor profundidad y explicarse en futuras investigaciones; sin embargo, esta gama más amplia de instrumentos y el aumento de la ambidestreza macroeconómica de quienes formulan las políticas complican la tarea del diseño institucional de la política macroprudencial. Sin duda, un resultado probable es que las respuestas cada vez más diferenciadas y calibradas para las condiciones cambiantes requieran formuladores de políticas técnicamente versados, con amplio campo para ejercer su criterio, en lugar de una política que cuadre para todo, en caso de que se formulen y ejecuten políticas con respuestas flexibles, al menos durante las fases experimentales actuales. Dada esta indudable complejidad y la variada y altamente experimental naturaleza de la política macroprudencial, es muy difícil replicar la meta de inflación con un objetivo de política y un mandato genéricos. Es difícil imaginar cómo un equivalente podría funcionar o funcionaría y podría decirse que un objetivo único de la política puede derrotar al objetivo de una mayor ambidestreza macroeconómica.

La probable necesidad de un mayor criterio político en el caso de la política macroprudencial pone en la palestra la legitimidad y la rendición de cuentas. También significa que los bancos centrales

tienen que prestar atención a cómo construyen y sostienen la legitimidad cultivando el apoyo público para la política macroprudencial. Sin estas cuestiones políticas sobre la discrecionalidad, seguirá el gozo de los banqueros centrales a quienes no se elige. Como lo reconocieron algunos funcionarios dentro de la amplia comunidad de bancos centrales, el reto más difícil que enfrenta la política macroprudencial es su economía política (Borio, 2013; Haldane, 2013b). Esto se relaciona con la falta de un electorado fácilmente identificable y el hecho de que la política macroprudencial implicará tomar decisiones muy impopulares que van en contra del sentimiento público y del mercado. En consecuencia, para las voces destacadas dentro de la perspectiva macroprudencial, otorgar la responsabilidad de las políticas macroprudenciales a los bancos centrales independientes aislados de las interferencias y presiones políticas es un problema aún más importante y apremiante del que se tuvo en el caso de la política monetaria (Borio, 2013; Haldane, 2013b).

El análisis minucioso del caso para dar poderes macroprudenciales a los bancos centrales, como lo hizo la propia comunidad de bancos centrales, ilustra algunos de los espinosos problemas que genera la economía política de la regulación macroprudencial. Este caso gira esencialmente en torno a dos aseveraciones. En primer lugar, se espera que el público tenga una memoria colectiva limitada y preferencias por la estabilidad financiera que desaparecerán cuanto más lejos nos movamos de situaciones concretas de perturbación financiera (inconsistencia temporal) a medida que las narrativas del tipo de “esta vez es diferente” se arraigan en la sociedad en general (Haldane, 2013b; Kyland y Prescott, 1977; Barro y Gordon, 1983; Reinhart y Rogoff, 2011). Por el contrario, se dice que los bancos centrales como instituciones longevas tienen una importante “memoria institucional colectiva”, lo que les permite reaccionar en consecuencia a las amenazas para la estabilidad financiera (Haldane, 2013b). En la bibliografía sobre los ciclos del crédito se plantea que duran un

lapso de 15 a 20 años (Aikman *et al.*, 2010; Drehmann *et al.*, 2012). Teniendo en cuenta este lapso se dice que es muy probable que haya miopía ante los desastres entre el público y los políticos (Haldane, 2013b). Además, la generación actual rica en activos es un electorado poderoso y que levanta la voz la cual, se dice, desplazará a la generación endeudada y sin activos del mañana, que no son votantes, no reclaman y, a menudo, no han nacido. La justificación para tener bancos centrales muy independientes es que es probable que una trampa de miopía entre una amplia gama de actores sea más aguda en las finanzas que en otros ámbitos de la política (Haldane, 2013b). Por lo tanto se cree que las preferencias del público en general son inconsistentes en el tiempo en el área de las finanzas y se espera que las presiones políticas a favor de la inacción sobre el crecimiento financiero sean considerables.

Una segunda aseveración es que la política macroprudencial es explícita y crudamente distributiva (aún más que la política monetaria), lo que significa que es mejor que la maneje un organismo político e institucionalmente aislado que no será tan susceptible ante las presiones populares de intereses particulares. Andy Haldane del Banco de Inglaterra ha reconocido que los instrumentos de política macroprudencial, especialmente los requisitos de capital sectoriales del Comité de Política Financiera tienen el potencial de ser infinitamente específicos en términos distributivos, y en términos de variación regional y geográfica. La calidad de distribución macroprudencial más explícita puede, por lo tanto, esperarse que provoque una reacción política de aquellos afectados negativamente por dichas intervenciones distributivas. Seguramente se formularán preguntas acerca de la idoneidad de que los bancos centrales supuestamente apolíticos y tecnocráticos tomen acciones que pondrán en desventaja a algunos grupos y es probable que se les considere productores de resultados de naturaleza política. El requisito evidente para quienes elaboran las políticas macroprudenciales de tener un criterio acertado puede

también aumentar el escrutinio político y las presiones políticas a las que serán sometidos los bancos centrales. En este sentido, los esfuerzos por despolitizar la política macroprudencial otorgando poder y responsabilidad a los bancos centrales, los cuales no son elegidos y cuyas reivindicaciones de autoridad se basan en la experiencia técnica, en realidad corren el riesgo no sólo de politizar la política macroprudencial, sino también de politizar a los mismos bancos centrales. En otras palabras, la despolitización engendra politización, que es a su vez la última paradoja macroprudencial de los banqueros centrales.

Estos dos argumentos a favor de otorgar poderes macroprudenciales a los bancos centrales también contienen algunas inconsistencias importantes que aún no han recibido la atención que merecen. Estas dificultades se relacionan con la pregunta más importante de cómo se explica la política macroprudencial y se justifica ante el público y el electorado en general. Los razonamientos expuestos públicamente para las políticas macroprudenciales no han ido mucho más allá de iteraciones sobre la importancia de la estabilidad financiera. Por ejemplo, en el Reino Unido el mandato formal del FPC del Banco de Inglaterra fijado por el gobierno es convenientemente ambiguo, para “mejorar la capacidad de recuperación del sistema financiero del Reino Unido”. Justamente el caso para otorgar poderes macroprudenciales al Banco de Inglaterra se basa en el argumento de que el público en general sufre de miopía en estabilidad financiera (Haldane, 2013b). En otras palabras, el simple uso de mayor estabilidad financiera y capacidad de recuperación como justificación política es poco probable que genere apoyo público a largo plazo y electorado para regímenes macroprudenciales, precisamente porque se espera que el público tenga un punto ciego para reconocer los importantes beneficios de la estabilidad financiera en el largo plazo. La dificultad de conseguir el apoyo público para los regímenes de política macroprudencial se agrava por la expectativa de que estas políticas tendrán efectos distributivos y en ocasiones resultarán

impopulares para el público en general. Por lo tanto se puede esperar que crezca el descontento público por las intervenciones del banco central. Si el descontento público crece como se espera, los políticos y los legisladores seguramente se verán muy presionados y tendrán un incentivo electoral para revisar la delegación de poderes macroprudenciales, en especial teniendo en cuenta la aún poca claridad y la ambigüedad de los mandatos. Los poderes que se han delegado a los bancos centrales en los términos de un contrato de delegación pueden ser revocados por los políticos de manera similar,<sup>3</sup> en particular cuando dichos mandatos macroprudenciales siguen siendo ambiguos y permiten un amplio margen de discrecionalidad. Paradójicamente, es probable que los altos niveles de discrecionalidad y empoderamiento del banco central aumenten las preguntas sobre los bancos centrales y los niveles de impugnación y de escrutinio políticos que pueden esperar.

El resultado de esta combinación de asuntos y dificultades es que si los bancos centrales van a conseguir apoyo público para la regulación macroprudencial, tendrán que prestar atención a la forma en que pueden explicar mejor la utilidad pública y social que la regulación macroprudencial aportará. Como ya se explicó, simplemente recurrir a exhortaciones acerca de la importancia de la estabilidad financiera es poco probable que tenga éxito en este sentido, en los términos de los argumentos propios de los bancos centrales en relación con la miopía sobre la estabilidad financiera y las preferencias del público inconsistentes en el tiempo. Si

<sup>3</sup> En la bibliografía se plantea que una combinación de transparencia legal, pesos y contrapesos y la competencia política en las democracias ha impedido que el contrato de delegación sea revocado y anulado en estados democráticos en el caso de las políticas monetarias (Broz, 2002; Bodea y Hicks, 2014), pero la falta de un mandato claro en la política macroprudencial y una mayor discrecionalidad requerida significa que los mismos incentivos institucionales y la aceptación pública de los marcos de política monetaria tienen poca probabilidad de traducirse en la política macroprudencial por algunas de las razones que se discuten en este documento.

es probable que la política macroprudencial resulte como se espera, políticamente impopular, entonces también se puede esperar que a lo largo del tiempo aumenten las preguntas relativas al propósito general del proyecto macroprudencial en la mente del público y en otras instituciones políticas (el argumento de la ceguera de estabilidad). La política macroprudencial, se ha reconocido, exigirá a los bancos centrales ser más transparentes acerca de sus metas, objetivos y pensamiento, y participar en la diplomacia pública y la explicación más que nunca. En este sentido, los bancos centrales han visto cómo crecen sus poderes, pero ahora están en territorio incómodo, precisamente porque para explicar el propósito de la política macroprudencial de una manera que se presenten sus beneficios (bien público) y consigan apoyo público, van a requerir cierta visión sobre la manera en que contribuye a un sistema financiero socialmente más útil que sirve al público en general para un mejor efecto. La exposición de los beneficios de la política macroprudencial, por lo tanto, requiere saber cómo se verían unas finanzas socialmente útiles y una concepción de la mejor manera para explicar y exponer el tipo de macro moralidad que surge del reconocimiento de la existencia de falacias de composición. Para los bancos centrales esto requeriría conectar su análisis conceptual, empírico y cuantitativo con la manera en que está constituido y se comporta el sistema financiero en su conjunto, con análisis más normativos relativos a cómo pueden y deben responder las políticas públicas para producir mejores resultados para el sistema y para la sociedad en general. Esto puede incluir llegar a veredictos sobre el tamaño apropiado del sector financiero (Cecchetti y Kharroubi, 2012; Haldane, 2012), el valor y la contribución de determinadas actividades financieras a la estabilidad y el crecimiento macroeconómico, si la actividad financiera de determinados tipos impulsa la desestabilización y el crecimiento retarda la desigualdad (Haldane, 2012; Galbraith, 2012; Rajan, 2010; Piketty, 2014), y lo más crucial de todo es lo que la política

macroprudencial aporta a las diferentes respuestas a estas preguntas.<sup>4</sup>

En última instancia, la pregunta que se ha mantenido fuera de la mesa para los bancos centrales y sus comunidades de políticas internas es si el proyecto macroprudencial es conservador y va a preservar el sistema existente, o en términos de Terrence Casey —“salvar el neoliberalismo” al atender su talón de Aquiles— la propensión de sistemas altamente financiarizados de generar enormes burbujas de crédito perjudiciales (Casey, 2014<sup>5</sup>) o si, alternativamente, el proyecto macroprudencial es un proyecto transformador, de acuerdo con el papel atribuido por Tamara Lothian, en el cual la iniciativa macroprudencial reestablece las finanzas como sirviente, en lugar de la función de amo que desempeñó en el periodo anterior a la crisis (Lothian, 2012).<sup>6</sup> Convertir las finanzas en un sirviente implicaría reestructurar la industria financiera, sus

<sup>4</sup> Algunas investigaciones (Cecchetti y Kharroubi, 2012) indican que una vez que un banco pasa por encima del 100% del PIB comienza a actuar como un lastre para el crecimiento. Esto se convierte en una cuestión macroprudencial porque este tipo de investigación está dando a entender que una vez que el sector financiero en su conjunto sobrepasa cierto tamaño, comienza a desplazar y a absorber el capital humano y financiero de otros sectores, ejerciendo un efecto de aspiradora, distorsionando e inhibiendo el desempeño macroeconómico general. Haldane (2012) ha tocado algunos de estos temas de una manera limitada. Haldane es una de las voces más radicales de los bancos centrales, pero su dilema refleja la paradoja de los banqueros. Intelectualmente ha desafiado el *status quo* y ha hecho un llamado a una gran reforma financiera, la mayor en 80 años, pero no terminó de esbozar una visión de una “banca socialmente útil” y cómo podría contribuir la iniciativa macroprudencial. La inhibición y la precaución es el resultado de un reconocimiento que profesionalmente como banquero central tiene límites de lo lejos que puede llegar formulando argumentos de reforma por razones de normas y credibilidad profesionales, además de toda la base autoritaria de los bancos centrales basada en acuerdos contractuales de delegación: la paradoja de los banqueros.

<sup>5</sup> Para obtener una respuesta consulte Baker y Widmaier (2014).

<sup>6</sup> En el siguiente video en el instante 1:28:50, Andy Haldane del Banco de Inglaterra invoca que el propósito de la regulación macroprudencial es hacer que las finanzas sean el sirviente en vez del amo: <<http://speri.dept.shef.ac.uk/2014/03/07/video-conversation-andrew-haldane/>>.

valores, su estructura y los incentivos (posiblemente restringiendo algunas actividades de la banca paralela y otras actividades rentistas), y también su relación con las instituciones políticas, económicas y sociales en general. En el mundo anglo-liberal (Estados Unidos y el Reino Unido), en donde el acceso al crédito se ha convertido en parte de las prestaciones sociales (Langley, 2007; Seabrooke, 2006; Crouch, 2009; Rajan, 2010), esto implica una transformación mucho más fundamental de la sociedad que altera el modelo de crecimiento vigente. Los bancos centrales pueden presentar datos y pruebas que informarían sobre este debate, pero debido a su estado y sus relaciones de contratos de delegación, es imposible que lideren este debate. Los políticos en las democracias occidentales hasta la fecha no han desempeñado un papel de liderazgo en cuestiones de política macroprudencial, más allá de la legislación inicial sobre los marcos políticos y las cuestiones de diseño institucional, que los bancos centrales han introducido por medio de sus testimonios, recomendaciones escritas y asesoramiento a varios comités parlamentarios. Ya sea debido a la inhibición relacionada con la mala comprensión de las cuestiones técnicas y conceptuales que rodean al proyecto macroprudencial o motivos más profundos relacionados con las ventajas políticas a corto plazo de recurrir a la expansión del crédito, los políticos aún no han respondido la pregunta de cuáles deberían de ser los objetivos sociales y políticos más amplios de los regímenes macroprudenciales (sobre todo en el Reino Unido y Estados Unidos). Sin embargo, asumir posiciones claras sobre estas preguntas y explicarlas a la opinión pública parece fundamental para el futuro político del enfoque macroprudencial y su sostenibilidad a largo plazo. Por el momento, el debate macroprudencial se ha mantenido en el ámbito técnico y se ha sacado de su entorno y sus implicaciones tanto sociales como políticas.

Quizás es comprensible que los bancos centrales hayan estado muy reacios a abordar estas cuestiones políticas de una manera que no sea implícita, debido a que temen a las percepciones

de una politización. Las reivindicaciones de autoridad de los bancos centrales independientes provienen de su experiencia técnica y sus habilidades basadas en la recolección y el análisis de datos y las implicaciones políticas que surgen de esto, derivados de un mapa conceptual y la comprensión de la manera en la que la economía en general realmente funciona e interactúa con el sistema financiero. Los contratos de delegación sobre los cuales se ha basado la autoridad de los *bancos centrales independientes* asigna la toma de decisiones a estos, con base en su capacidad técnica y su estructura para el desarrollo profesional que están supuestamente aisladas de las presiones políticas y los concursos de popularidad. Los términos de dichos contratos de delegación (y de la aparición de la iniciativa macroprudencial) han sido hasta ahora estrechos, lo que claramente desalienta a los bancos centrales y a su personal para que divaguen en áreas políticas y normativas. Su enfoque ha sido empírico y analítico, atendiendo a lo que es, sin adelantar más argumentos normativos y políticos acerca de una sociedad buena y el papel de las políticas públicas en la producción de dicha visión; sin embargo, el proyecto macroprudencial está incompleto e inconcluso, precisamente por que este tipo de preguntas acerca del propósito de las intervenciones macroprudenciales y el papel del Estado en la generación de un sistema financiero socialmente útil y de cómo se vería –la pregunta de la finalidad social (Ruggie, 1982)– han quedado sin respuesta. Además, no está claro quién debe responder a estas preguntas y quién tiene la capacidad técnica y la autoridad política para responder a estas preguntas. En este sentido, cultivar electorados y apoyo público a la política macroprudencial coloca potencialmente al contrato de delegación de los bancos centrales en tensión al llevarlos a un territorio más allá de su limitada jurisdicción técnica tradicional. La política del enfoque macroprudencial es aún más complicada porque la relación y la comunicación entre los ministerios de finanzas y los bancos centrales sobre cuestiones macroprudenciales todavía está

en evolución, dado que muchas decisiones tendrán consecuencias fiscales así como financieras y monetarias y la política institucional está en juego de diferentes formas en diferentes configuraciones nacionales entre los ministerios de finanzas y los bancos centrales.

Hasta la fecha el contrato de delegación del banco central se ha basado en el reconocimiento de la capacidad técnica para llevar a cabo metas definidas de mandatos limitados. La iniciativa macroprudencial ha desafiado esto en parte, debido a que los mandatos son mucho menos precisos que en el caso de la política monetaria, pero el problema más fundamental es que hasta la fecha el proyecto macroprudencial carece de un claro sentido de propósito social. Sufre una crisis de identidad en relación con la pregunta de si se supone que debe ser conservador o transformador. Los bancos centrales han mostrado renuencia a plantear la pregunta de la finalidad social, ya que el hacerlo implicaría salirse de sus supuestas funciones técnicas limitadas. Tomar posiciones explícitas sobre estas preguntas haría que las reivindicaciones de

autoridad con base en la experiencia técnica, por encima, más allá y fuera de la política, se vieran huecas. Los bancos centrales se enfrentan a desincentivos claros al expresar un sentido de propósito social. Sin embargo, al mismo tiempo, a partir del análisis realizado en este documento, en ausencia de un sentido de propósito social, la sustentabilidad política a largo plazo de la regulación macroprudencial se ve cuestionable. Los bancos centrales se enfrentan a un dilema. El fracaso para construir razonamientos y electorados más amplios dañará su capacidad para desempeñar su nuevo papel regulador; sin embargo, cultivar electorados y un sentido más amplio de la finalidad de este proyecto de regulación potencialmente erosiona sus reivindicaciones sobre la imparcialidad técnica y autoridad no política. Esta es la última paradoja de los bancos centrales, desencadenada por el surgimiento de la regulación macroprudencial. El peligro principal desde la perspectiva del banco central es la erosión del estatus independiente que tanto trabajo le costó obtener.

---

#### 4. CONCLUSIONES

---

La regulación macroprudencial es inherentemente paradójica y está basada en una serie de propuestas contraintuitivas. Las ideas contraintuitivas invariablemente tienen problemas políticos. Por lo tanto, lo que requieren los regímenes de política macroprudencial es un sentido de propósito social que sea plausible e intuitivo para el público en general y por lo tanto políticamente vendible. La pregunta difícil que enfrenta la regulación macroprudencial es quién debe expresar y ahondar en este sentido de propósito social general. Los sistemas políticos y reglamentarios contemporáneos se han caracterizado por un esfuerzo para crear una demarcación clara y una división entre el análisis técnico basado en pruebas, y un panorama de razonamiento normativo sobre una sociedad deseable y los valores y principios en que debe sustentarse. En realidad

estas divisiones no están claras y los límites siempre están difusos. En el ámbito del Reino Unido, las voces tecnócratas que han sido intelectualmente radicales como la de Andy Haldane del Banco de Inglaterra y el ex presidente de la FSA, Adair Turner, han expresado este dilema. Ambos han criticado las finanzas socialmente inútiles, haciendo referencia a las participaciones injustas, argumentando en contra del cortoplacismo y destacando las deficiencias del mercado, pero también han estado limitados e inhibidos y aún tienen que dar cuerpo a una clara visión de un futuro financiero deseable (Haldane, 2012 y 2014b; Turner, 2011 y 2013). Este dilema refleja la tensión fundamental en el corazón de la regulación macroprudencial. Tiene una función reguladora. Es decir, tiene por objeto regular y corregir fallas en el sistema, pero también se está trabajando en una lógica transformadora subdesarrollada en algunas opiniones de la regulación macroprudencial, que alude a la necesidad de una gran reforma de las finanzas por razones macroeconómicas de crecimiento lento, aumento de la desigualdad, baja productividad, acaparamiento financiero, bajos salarios en sectores distintos del financiero, fuga de cerebros, impaciencia y cortoplacismo (Haldane, 2012). Instrumentos técnicos como una serie de impuestos, acuerdos de licencias, prohibiciones, topes a la actividad agregada y requisitos de capital ajustables para dirigir las finanzas hacia áreas desatendidas por el mercado actual cortoplacista, mediante la creación de infraestructura, investigación y desarrollo y bancos de tecnología verde de licencia pública, han sido mencionados y pueden justificarse utilizando una estructura macroprudencial que ilustre la manera en la que los sectores financieros activos líquidos pueden causar un daño macroeconómico extenso desplazando a sectores alternativos (Haldane, 2012; Turner, 2013). En este sentido, cualquier debate sobre la finalidad social del proyecto macroprudencial tiene que ser conducido por la evidencia y la investigación hacia los procesos dinámicos aludidos anteriormente y es aquí donde los bancos centrales pueden comunicar el debate sobre la finalidad social. Sin embargo,

como muestra el análisis en este documento, no se pueden entregar solos.

Este análisis es esencialmente esclarecedor en cuanto a que hay límites políticos para el cambio tecnocráticamente liderado. La economía política posterior a la crisis de la primera parte del siglo XXI se caracteriza por un dilema, o una tensión. Aquellos que tienen la evidencia, el análisis y el entendimiento para promover un sentido de propósito social para la reforma financiera posterior a la crisis se encuentran en instituciones que no pueden ser vistas haciendo este trabajo. Mientras que aquellos ubicados en las instituciones que sí pueden hacerlo, como por ejemplo las legislaturas y los partidos políticos, carecen hasta la fecha de la capacidad, la comprensión y la inclinación para hacerlo. Los debates sobre el propósito y el producto resultante de los esfuerzos de reforma en el área de la corriente principal de la política, sobre todo en el Reino Unido, pero también en otros países han sido, a la fecha, preocupantemente débiles. Una lectura de la historia de la época de entreguerras y de la economía política de los decenios de los treinta y los setenta revela rápidamente que los partidos políticos no han estado desempeñando el papel transformador que tuvieron en épocas anteriores. Durante estos periodos, las preguntas fundamentales acerca de las lecciones aprendidas de la crisis, el papel de la regulación y del estado en la economía se debatieron a fondo y se adoptaron nuevas ideas en el nombre de la transformación social y política, en tanto los partidos actuaron como mecanismos para la mediación entre ideas diferentes y la reconciliación de intereses plurales (Blyth, 2002; Hall, 1993). Las razones de los partidos políticos contemporáneos para salir del paso mediante un enfoque basado en el pensamiento limitado y un enfoque superficial de la crisis de 2008 son objeto de un programa de investigación totalmente independiente, pero hasta la fecha esto ha tenido un efecto inhibitorio sobre la regulación macroprudencial. El liderazgo político es esencial para la regulación macroprudencial en cuanto a la definición del propósito social, pero

hasta la fecha ha sido mínimo en el campo macroprudencial. La economía política de la regulación macroprudencial, por tanto, apunta a una inquietante codependencia que va en aumento entre los bancos centrales y los líderes políticos. A medida

que la regulación macroprudencial evolucione en su fase experimental, exigirá formas de más intensas y continuas de colaboración y comunicación entre los políticos y los banqueros centrales, con consecuencias altamente inciertas.

#### BIBLIOGRAFÍA

- Abdelal, Rawi, Mark Blyth y Craig Parsons (2010), *Constructing the International Economy*, Cornell University Press, Ithaca, NY, 304 páginas.
- Aikman, Messrs D., Andrew G. Haldane y Benjamin Nelson (2010), *Curing the Credit Cycle*, Columbia University Centre on Capitalism and Society Annual Conference Micro Foundations for Modern Macroeconomics, Nueva York, disponible en: <<http://www.bis.org/review/r101214e.pdf>>.
- Albanesi, S. (2007), "Inflation and Inequality", *Journal of Monetary Economics*, vol. 54, núm. 4, pp. 1088-1114, disponible en: <[http://ftp.ny.frb.org/research/economists/albanesi/inflation\\_inequality.pdf](http://ftp.ny.frb.org/research/economists/albanesi/inflation_inequality.pdf)>.
- Baker, Andrew (2006), *The Group of Seven: Finance Ministries, Central Banks and Global Financial Governance*, Routledge, Londres, 312 páginas.
- Baker, Andrew (2013a), "The New Political Economy of the Macroprudential Ideational Shift", *New Political Economy*, vol. 18, núm. 1, pp.112-139.
- Baker, Andrew (2013b), "The Gradual Transformation? The Incremental Dynamics of Macroprudential Regulation", *Regulation & Governance*, vol. 7, núm. 4, pp. 417-434.
- Baker, Andrew (2014a), "Macroprudential Regulation", en D. Mugge (ed.), *Europe and the Governance of Global Finance*, Oxford University Press, pp.172-188.
- Baker, Andrew (de próxima publicación), "Esteem as Professional Currency and Consolidation: The Rise of the Macroprudential Cognoscenti", en L. Seabrooke y L. Henriksen (eds.), *Professions in Transnational Governance*, Cambridge University Press.
- Baker, Andrew, y Wesley Widmaier (2014), "Macroprudential Ideas and Contested Social Purpose: A Response to Terrence Casey", *British Journal of Politics and International Relations*, vol. 17, núm. 2, pp. 371-380, disponible en <<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/1467-856X.12058/abstract>>.

- Balzil, Beat, y Michaela Schiessl (2009), "The Man Nobody Wanted to Hear: Global Banking Economist Warned of Coming Crisis", *Spiegel Online*, 07/08, disponible en <<http://www.spiegel.de/international/business/0,1518,635051,00.html>>.
- Barro, R., y J. Gordon (1983), "A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model", *Journal of Political Economy*, vol. 91, núm. 4, pp. 589-610.
- Best, J., y Wesley Widmaier (2006), "Micro or Macro Moralities Economic Discourses and Policy Possibilities", *Review of International Political Economy*, vol. 13, núm. 4, pp. 609-631.
- Borio, Claudio (2009), "Implementing the Macroprudential Approach to Financial Regulation and Supervision, Banque de France", *Financial Stability Review*, núm.13, septiembre.
- Borio, Claudio (2011a), "Implementing a Macroprudential Framework: Blending Boldness and Realism", *Capitalism and Society*, vol. 6, núm.1, pp.1-23.
- Borio, Claudio (2011b), *Rediscovering the Macroeconomic Roots of Financial Stability: Journey, Challenges and a Way Forward*, BIS Working Paper, núm. 349, abril, disponible en: <<http://www.bis.org/publ/work354.pdf>>.
- Borio, Claudio (2012), *The Financial Cycle and Macroeconomics: What Have We Learnt?* BIS Working Paper, núm. 395, disponible en <<http://www.bis.org/publ/work395.pdf>>.
- Borio, Claudio (2013), "Macroprudential Policy and the Financial Cycle: Some Stylised Facts and Some Suggestions", ponencia en la Re-Thinking Macro II Conference, Fondo Monetario Internacional, Washington, 16 y 17 abril, disponible en <<https://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2013/macro2/pdf/cb.pdf>>.
- Blyth, M. (2002), *Great Transformations: Economic Ideas and Institutional Change in the Twenty First Century*, Cambridge University Press.
- Blyth, M. (2003), "The Political Power of Financial Ideas: Transparency, Risk and Distribution in Global Finance", en J. Kirshner (ed.), *Monetary Orders: Ambiguous Economics, Ubiquitous Politics*, Cornell University Press, Ithaca, pp. 239-259.
- Bodea, C., y Raymond Hicks (2014), "Price Stability and Central Bank Independence: Discipline, Credibility, and Democratic Institutions", *International Organization*, diciembre, pp. 1-27, disponible en <[http://journals.cambridge.org/abstract\\_S0020818314000277](http://journals.cambridge.org/abstract_S0020818314000277)>.
- British Academy (2009), "A Letter to Her Majesty the Queen", disponible en <<http://www.britac.ac.uk/news/newsrelease-economy.cfm>>.
- Broz, Lawrence (2002), "Political System Transparency and Monetary Commitment Regimes", *International Organization*, vol. 56, núm. 4, pp. 861-887, disponible en <[http://pages.ucsd.edu/~jlbroz/pdf\\_folder/Broz\\_transp\\_IO.pdf](http://pages.ucsd.edu/~jlbroz/pdf_folder/Broz_transp_IO.pdf)>.
- Brunnemier, Markus, Andrew Crocket, Charles Goodhart, Avinash D. Persaud y Hyun Shin (2009), *The Fundamental Principles of Financial Regulation*, Geneva Report on the World Economy, núm. 11, International Centre for Monetary and Banking Studies, Ginebra, y Centre for Economic Policy Research, Londres, disponible en <<http://www.princeton.edu/~markus/research/papers/Geneva11.pdf>>.
- Casey, Terrance (2015), "How Macroprudential Financial Regulation Can Save Neoliberalism", *British Journal of Politics and International Relations*, disponible en <<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/1467-856X.12042/abstract>>.
- Cecchetti, Stephen G., y Enisse Kharroubi (2012), *Reassessing the Impact of Finance on Growth*, BIS Working Paper, núm. 381, disponible en <<http://www.bis.org/publ/work381.pdf>>.
- Claessens, Stijn, M. Ayhan Kose y Marco E. Terrones (2008), *What Happens During Recessions, Crunches and Busts?*, IMF Working Paper, núm. WP/08/274, disponible en <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08274.pdf>>.

- Clement, Piet (2010), "The Term 'Macroprudential': Origins and Evolution", *BIS Quarterly Review*, marzo, pp. 59-67, disponible en <[http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1003h.pdf](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1003h.pdf)>.
- Crockett, A. (2000), "Marrying the Micro and Macroprudential Dimensions of Financial Stability", *BIS Management Speeches*, 21 de septiembre, disponible en <<http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap01.pdf>>.
- Crowe, C. (2008), "Goal Independent Central Banks: Why Politicians Decide to Delegate", *European Journal of Political Economy*, vol. 24, núm. 4, pp. 748-762.
- Crouch, C. (2009), "Privatised Keynesianism: An Unacknowledged Policy Regime", *British Journal of Politics and International Relations*, vol. 11, núm. 3, pp. 382-399.
- Cukierman, A., Steven B. Webb y Bilin Neyapti (1992), "Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes", *World Bank Economic Review*, vol. 6, núm. 3, pp. 353-398.
- De Larosiere Group (2009), *Report of the High Level Group on Financial Supervision in the EU*, Bruselas.
- Drehmann, M., Claudio Borio y Kostas Tsatsaronis (2011), *Anchoring Countercyclical Capital Buffers: The Role of Credit Aggregates*, BIS Working Paper, núm. 355, disponible en <<http://www.bis.org/publ/work355.pdf>>.
- Drehmann, M., C. Borio y K. Tsatsaronis (2012), *Characterising the Financial Cycle: Don't Lose Sight of the Medium Term!*, BIS Working Papers, núm. 380, disponible en <<http://www.bis.org/publ/work380.pdf>>.
- Eatwell, J. (2009), "Practical Proposals for Regulatory Reform", en P. Subacchi y A. Monsarrat (eds.), *New Ideas for the London Summit: Recommendations to the W Leaders*, Royal Institute for International Affairs Chatham, The Atlantic Council, Londres, pp.11-15.
- Elliot, Douglas (2011), "Choosing Among Macroprudential Tools", The Brookings Institute, disponible en <[http://www.brookings.edu/~media/Files/rc/papers/2011/0607\\_macroprudential\\_tools\\_elliott/0607\\_macroprudential\\_tools\\_elliott.pdf](http://www.brookings.edu/~media/Files/rc/papers/2011/0607_macroprudential_tools_elliott/0607_macroprudential_tools_elliott.pdf)>.
- Engelen, Ewald, Ismail Ertürk, Julie Froud, Sukhdev Johal, Adam Leaver, Mick Moran, Adriana Nilsson y Karel Williams (2011), *After the Great Complacency: Financial Crisis and the Politics of Reform*, Oxford University Press, 296 páginas.
- Erosa, Andrés, y Gustavo Ventura (2002), "On Inflation as a Regressive Consumption Tax", *Journal of Monetary Economics*, vol. 49, núm. 4, pp. 761-795.
- Erturk, Ismail, Julie Froud, Adam Leaver, Mick Moran y Karel Williams (2011), "Haldane's Gambit: Political Arithmetic and/ or a New Metaphor", *Journal of Cultural Economy*, vol. 4, núm.4, pp. 387-404.
- Fama, E. (1970), "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", *Journal of Finance*, vol. 25, núm. 2, pp. 383-417.
- Finnemore, M., y Kathryn Sikkink (1998), "International Norm Dynamics and Political Change", *International Organization*, vol. 52, núm. 4, pp. 887-917.
- Financial Services Authority (2009), "The Turner Review: A Regulatory Response to the Global Banking Crisis", FSA, Londres, 8 de marzo, disponible en <[http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/turner\\_review.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/turner_review.pdf)>.
- Financial Stability Forum (2009), "Report on Addressing Procyclicality in the Financial System", FSF, Basilea, abril, disponible en <[http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_0904a.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_0904a.pdf)>.
- G30 (2009), *Group of Thirty Financial Reform: A Framework for Financial Stability*, Washington, 77 páginas.
- G30 (2010), "Group of Thirty Enhancing Financial Stability and Resilience: Macroprudential Policy", en *Tools and Systems for the Future*, Washington.

- Galbraith, James K. (2012), *Inequality and Instability: A Study of the World Economy Just Before the Great Crisis*, Oxford University Press, Inc., Nueva York.
- Goodhart, C., y Miguel A. Segoviano (2004), *Basel and Procyclicality: A Comparison of the Standardised and IRB Approaches to an Improved Credit Risk Method*, Discussion Paper, núm. 524, Financial Markets Group, London School of Economics and Political Science, Londres, UKM.
- Goodhart, C., Dimitrios Tsomocos y Martin Shubik (2013), *Macro Modelling, Default and Money*, LSE Financial Markets Group Special Paper Series, núm. 224, 37 páginas, disponible en <<http://www.lse.ac.uk/fmg/workingpapers/specialpapers/pdf/sp224.pdf>>.
- Goodman, J. (1991), "The Politics of Central Bank Independence", *Comparative Politics*, vol. 23, núm. 3, pp. 329-349.
- Griffith-Jones, S., y José Antonio Ocampo (2006), *A Countercyclical Framework for a Development-friendly International Financial Architecture*, Institute of Development Studies Working Paper, University of Sussex, disponible en: <[http://www.stephanygj.net/papers/Ocampo\\_Griffith-Jones\\_2006.pdf](http://www.stephanygj.net/papers/Ocampo_Griffith-Jones_2006.pdf)>.
- Haldane, A. (2009), "Re-thinking the Financial Network", disponible en <<http://www.bankofengland.co.uk/archive/Documents/historic-pubs/speeches/2009/speech386.pdf>>.
- Haldane, A. (2011), "Financial Arms Races", conferencia dictada en el Institute for New Economic Thinking, Berlín, 14 de abril, disponible en <<http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2012/speech565.pdf>>.
- Haldane, A. (2012), "A Leaf Being Turned", discurso en Occupy London at Friend's House, disponible en: <<http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2012/speech616.pdf>>.
- Haldane, (2013a), "Macroprudential Policies: When and How to Use Them?", ponencia presentada en la Paper at Re-Thinking Macro II Conference", Fondo Monetario Internacional, Washington, 16 y 17 de abril, disponible en <<http://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2013/macro2/pdf/ah.pdf>>.
- Haldane, A. (2013b), "Why Institutions Matter (More than Ever)", ponencia ofrecida en la Centre for Research on Socio-Cultural Change (CRESC) Annual Conference, School of Oriental and African Studies, Londres, disponible en <<http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2013/speech676.pdf>>.
- Haldane, A. (2014), "Central Banks and Macroeconomic Ambidexterity: An Article from: Business Economics".
- Haldane, A., y R. May (2011), "Systemic Risk in Banking Ecosystems", *Nature*, vol. 469, pp. 351-355.
- Hall, P. (1993), "Policy Paradigm, Social Learning and the State: The Case of Economic Policy-making in Britain", *Comparative Politics*, vol. 25, núm. 3, pp. 275-296.
- Hellwig, M. (1995), "Systemic Aspects of Risk Management in Banking and Finance", *Swiss Journal of Economics and Statistics*, vol. 131, pp. 723-737.
- Jorda, O., M. Schularick y A. Taylor (2012), *When Credit Bites Back: Leverage, Business Cycles, and Crisis*, Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series, núm. 2011-2027.
- Jones, C. (2011), "The Third Arm: Macroprudential Policy", *Financial Times*, 22 de septiembre, disponible en <<http://www.ft.com/cms/s/0/80e498de-de03-11e0-a391-00144feabdc0.html#axzz3PSOKaBmL>>.
- Keefer, P., y David Stasavage (2003), "The Limits of Delegation: Veto Players, Central Bank Independence, and the Credibility of Monetary Policy", *American Political Science Review*, vol. 97, núm. 3, pp. 407-423, disponible en <<http://politics.as.nyu.edu/docs/10/5395/APSR2003.pdf>>.

- Keynes, J. M. (1931), "The End of Laissez Faire", en *Essays in Persuasion, The Collective Writings of John Maynard Keynes*, Londres, vol. 9, pp. 272-294.
- Keynes, J. M. (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Harcourt Brace & World, Nueva York, Chicago y Burlingame.
- Kydland, F., y Edward Prescott (1977), "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans", *The Journal of Political Economy*, vol. 85, núm. 3, pp. 473-492, disponible en <[http://www.sfu.ca/~kkasa/prescott\\_77.pdf](http://www.sfu.ca/~kkasa/prescott_77.pdf)>.
- Lall, R. (2011), "From Failure to Failure: The Politics of International Banking Regulation", *Review of International Political Economy*, iFirst, 31 de octubre, disponible en <<http://dx.doi.org/10.1080/09692290.2011.603669>>.
- Langley, P. (2008), *The Everyday Life of Global Finance: Saving and Borrowing in Anglo America*, Oxford University Press.
- Lim, C. H., Rishi Ramchand, Hong Wang y Xiaoyong Wu (2013), *Institutional Arrangements for Macroprudential Policy In Asia*, IMF Working Paper, núm. 13/165, disponible en <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp13165.pdf>>.
- Lim, C. H., Ivo Krznar, Fabian Lipinsky, Akira Otani y Xiaoyong Wu (2013b), *The Macroprudential Framework: Policy Responsiveness and Institutional Arrangements*, IMF Working Paper, núm. WP/13/166, disponible en <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11238.pdf>>.
- Lothian, T. (2012), "Beyond Macro-prudential Regulation: Three Ways of Thinking about Financial Crisis, Regulation and Reform", *Global Policy*, vol. 3, núm. 4, pp.410-420.
- Marcussen, M. (2006), "The Fifth Age of Central Banking in the Global Economy", ponencia presentada en la conferencia Frontiers of Regulation, University of Bath, 7 y 8 de septiembre.
- Mihailov, A. (2006), "Operational Independence, Inflation Targeting and UK Monetary Policy", disponible en <<https://www.essex.ac.uk/economics/discussion-papers/papers-text/dp602.pdf>>.
- Minsky, H. (1977), "The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and an Alternative to 'Standard' Theory", *Nebraska Journal of Economics and Business*, vol. 16, núm. 1, pp. 59-70.
- Persaud, A. (2000), "Sending the Herd Off the Cliff Edge: The Disturbing Interaction between Herding and Market-Sensitive Risk Management Systems", *World Economics*, vol. 1, núm. 4, pp.15-26.
- Persaud, A. (2010), "The Locus of Financial Regulation: Home Versus Host", *International Affairs*, vol. 86, núm. 3, pp. 637-646.
- Piketty, T. (2014), *Capital in the Twenty-First Century*, Harvard University Press, Cambridge.
- Rajan, R. (2005), *Has Financial Development Made the World Riskier*, NBER Working Paper, núm. 11728, disponible en <<http://www.nber.org/papers/w11728.pdf>>.
- Rajan, R. (2010), *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*, Princeton University Press.
- Reinhart, Carmen, y Kenneth Rogoff (2011), *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press.
- Rogoff, Kenneth (1985), "The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 100, núm. 4, pp.1169-1189.
- Ruggie, J. (1982), "International Regimes, Transactions, and Change: Embedded Liberalism in the Postwar Economic Order", *International Organization*, vol. 36, núm. 2, International Regimes, primavera, pp. 379-415.
- Samuelson, Paul (1948), "Economics: An Introductory Analysis", en S. E. Harris (ed.), *Post-war Economic Problems*, McGraw-Hill, Nueva York, pp. 27-53.
- Seabrooke, L. (2006), *The Social Sources of Financial Power. Domestic Legitimacy and International Financial Orders*, Cornell University Press, Ithaca, Nueva York.

- Tooby, J., y Leda Cosmides (1996), "Friendship and the Banker's Paradox: Other Pathways to the Evolution of Adaptations for Altruism", *Proceedings of the British Academy*, vol. 88, pp. 119-143, disponible en <<http://www.cep.ucsb.edu/papers/friendship.pdf>>.
- Tsingou, E. (2008), "Transnational Private Governance and the Basel Process: Banking Regulation and Supervision, Private Interests and Basel II", en Jean Christophe Graz y Andreas Nolke (eds.), *Transnational Private Governance and its Limits*, Routledge, Londres, pp. 58-68.
- Tucker, Paul (2011), "Discussion of Lord Turner's Lecture, 'Reforming Finance: Are We Being Radical Enough?'"', Clare Distinguished Lecture in Economics, Cambridge, 18 de febrero.
- Turner, A. (2011), "Reforming Finance: Are We Being Radical Enough?", Clare Distinguished Lecture in Economics and Public Policy, Cambridge, 18 de febrero.
- Turner, A. (2013), "Credit, Money and Leverage: What Wicksell, Hayek and Fisher Knew and Modern Macroeconomics Forgot", Stockholm School of Economics Conference sobre Towards a Sustainable Financial System, Estocolmo, 12 de septiembre.
- Widmaier, W., Mark Blyth y Leonard Seabrooke (2007), "Exogenous Shocks or Endogenous Constructions? The Meanings of Wars and Crises", *International Studies Quarterly*, vol. 51, núm. 4, pp.747-759.
- Underhill, G., y Xiaoke Zhang (2008), "Setting the Rules: Private Power, Political Underpinnings and Legitimacy in Global Monetary and Financial Governance", *International Affairs*, vol. 84, núm. 3, pp. 535-554.