

# POLÍTICA MONETARIA Y POLÍTICA MACROPRUDENCIAL: DIFERENTES Y SEPARADAS

*Lars E. O. Svensson*

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

---

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

---

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

---

<sup>1</sup> Este documento extiende la presentación en Svensson (2015b).

---

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

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

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

---

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

---

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

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

---

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

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

---

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

---

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

---

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

---

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

---

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

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

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

---

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

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

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

---

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

---

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

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

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

---

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

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

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

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

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

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

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

---

<sup>11</sup> Ver Kohn (2015) para detalles acerca del modelo del Reino Unido.

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

---

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



---

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

---

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

---

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

---

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

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

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

## BIBLIOGRAFÍA

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

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

## MONETARIA

VOLUMEN XXXVII, NÚMERO 1,  
ENERO-JUNIO 2015

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

*Roberto Bonilla*

*Alberto Trejos*

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

*Carlos A. Medel*

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

*Ángel Estrada*

*Daniel Garrote*

*Eva Valdeolivas*

*Javier Vallés*

EVALUACIÓN DEL MARCO REGULATORIO  
FINANCIERO DE BARBADOS

*Anthony Wood*

*Kimarie Clement*