



1. Los ciclos financieros y la macroeconomía ¿Qué hemos aprendido?

Oscar G. Solís L.¹

Introducción

El aprendizaje en la ciencia económica no es un proceso acumulativo. No necesariamente sabemos más hoy que lo que sabíamos ayer, aunque es muy tentador creer lo contrario. Las llamadas “lecciones del pasado” son aprendidas y olvidadas, reaprendidas y olvidadas de nuevo. Conceptos económicos surgen a la preminencia de la intelectualidad económica y posteriormente desaparecen y son sustituidos por otros, antes de resucitar en algunos casos. Ello ocurre en parte, porque el ambiente económico cambia, algunas veces de forma lenta y otras de forma violenta y repentina. Pero ocurre también porque la economía no es inmune a las modas; después de todo ningún aspecto de la vida lo es. La noción de ciclos financieros, y su rol en la macroeconomía, no es la excepción. Dicha noción, o al menos la noción de que los *boom* financieros van seguidos de períodos de depresión, precede a la más conocida e influyente noción del ciclo de negocios (ejemplos: Zarnowitz (1992), Laidler (1999) y Besomi (2006)). Pero en el período de posguerra la noción del ciclo financiero cayó en el olvido. Sólo fue tomada en cuenta por economistas fuera de la corriente principal de la profesión (por ejemplo: Minsky (1982) y Kindleberger (2000)).

De hecho, los factores financieros en general desaparecieron progresivamente de la pantalla del radar de los macroeconomistas. Las finanzas llegaron a ser vistas efectivamente como un velo, un factor que, como primera aproximación, puede ser ignorado cuando se trata de entender las fluctuaciones de la economía (ejemplo: Woodford (2003)). Y cuando se incluye dentro de los modelos, únicamente incrementa la persistencia del impacto de un *shock* en la economía, retrasando el retorno de la misma a su estado estacionario (Bernanke et al (1999)). Sin embargo, como reacción a la crisis financiera de las economías avanzadas ocurrida al final de los años 2000, los economistas están tratando de incorporar factores financieros dentro de los modelos

macroeconómicos estándar. No obstante, lo que prevalece en la mayoría de los casos es una estrategia conservadora, incorporando las así llamadas fricciones financieras, en los bien comportados modelos macroeconómicos de equilibrio, modelos construidos sobre la base de los llamados modelos de ciclo real. La aproximación más utilizada es la de los denominados Modelos de Equilibrio General Dinámico Estocástico Neo-Keynesianos.

El propósito de este documento es tratar de resumir lo que hemos aprendido sobre los ciclos financieros en los últimos 10 años y tratar de identificar la ruta más promisoría para su análisis. La tesis principal es que la macroeconomía sin el ciclo financiero carece de lo fundamental. En el ambiente que ha reinado durante al menos tres décadas, al igual que en el que prevaleció en los años previos a la Segunda Guerra Mundial, es simplemente imposible de entender las fluctuaciones económicas y sus retos políticos sin entender el ciclo financiero. Esto exige un replanteamiento de las estrategias de modelado. Y también supone significativos ajustes en las políticas macroeconómicas. Algunos de estos ajustes están en marcha, otros están en una fase temprana, mientras que los demás están apenas bajo consideración. Tres temas son centrales en este documento. Pensar en el mediano y largo plazo: el ciclo financiero es mucho más largo que el ciclo económico tradicional. Pensar en términos monetarios: modelar el ciclo financiero correctamente es más que simplemente hacer una mímica de aspectos superficiales del mismo, por lo que es necesario reconocer totalmente la naturaleza fundamentalmente monetaria de nuestras economías, el sistema financiero no se limita únicamente a asignar recursos, sino que también es un agente que genera poder adquisitivo y que tiene vida propia.

Contenido

1. Los ciclos financieros y la macroeconomía ¿Qué hemos aprendido?
2. Crisis y caída: lecciones para la regulación

1 Traducción libre del artículo titulado “The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt?” escrito por Claudio Borio, publicado por Bank for International Settlements, Monetary and Economic Department, Working Paper 395, Agosto 2011.

Pensar en forma global: la economía global, con sus mercados de productos financieros, está muy integrada. Comprender la evolución económica y los desafíos que plantea requiere de una perspectiva integral, en la que los ciclos financieros interactúan entre sí, unas veces avanzando en sincronía y otras a velocidades diferentes y en fases distintas en todo el mundo.

Ciclo financiero: principales características

No hay consenso sobre la definición del ciclo financiero. En las definiciones existentes el término denota características tales como autorreforzamiento, interacción entre la percepción de valor y riesgo, actitudes hacia el riesgo y estado del ambiente de financiación, que se traducen en impulsar los auges o ampliar recesiones. Estas interacciones pueden amplificar las fluctuaciones económicas y posiblemente conducir a desastres financieros graves y a trastornos económicos. Esta definición analítica está estrechamente ligada al concepto cada vez más popular de la “pro-ciclicidad” del sistema financiero (por ejemplo, Borio et al (2001), Danielsson et al (2004), Kashyap y Stein (2004), Brunnermeier et al (2009), Adrian y Shin (2010)). Estos términos están orientados a ser más importantes para los macroeconomistas y hacedores de política y de allí el que se centren en las fluctuaciones económicas y en las crisis financieras. El siguiente punto es cómo mejoramos nuestra aproximación empírica al ciclo financiero así definido. A continuación se consideran de forma secuencial las variables que mejor capturan su relación con el ciclo económico, su relación con las crisis financieras, su predicción en tiempo real en cuanto a desastres financieros y su dependencia respecto de los regímenes de política.

Característica 1: Su descripción más parsimoniosa es en términos de crédito y de precios de propiedad inmobiliaria. La más parsimoniosa descripción del ciclo financiero es en términos de crédito y de precios de propiedad inmueble (Drehmann et al (2012)). Estas variables tienden a covariar cercanamente una con otra, especialmente en bajas frecuencias, confirmando la importancia del crédito en la financiación de la construcción y en la compra de propiedades inmuebles. Adicionalmente la variabilidad en las dos series es dominada por sus componentes

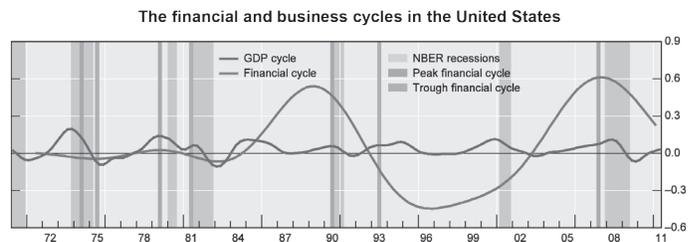
de baja frecuencia. Por el contrario, precios de las acciones pueden ser una distracción; covarian mucho menos con las otras dos series y gran parte de su variabilidad se concentra en frecuencias relativamente altas. Es importante entender lo que este hallazgo dice y lo que no dice. Sin duda es posible describir el ciclo financiero de otras maneras. En un extremo del espectro, al igual que gran parte del trabajo existente, uno podría centrarse exclusivamente en el ciclo de crédito (por ejemplo, Aikman et al (2010), Schularick y Taylor (2009), Jordá et al (2011), Dell’Arriccia et al (2012)). En el otro extremo, se podría combinar estadísticamente una variedad de precios financieros y una cantidad de variables extrayendo sus componentes principales (por ejemplo, English et al (2005), Ng (2011), Hatzius et al (2011)). Ejemplos de este tipo son las tasas de interés, las volatilidades, las primas de riesgo, las tasas de morosidad, la cartera vencida y así sucesivamente. En los estudios en medio de este espectro se ha analizado el comportamiento del crédito y de ciertos precios de activos, considerados de forma individual, entre otras variables (por ejemplo, Claessens et al (2011a, 2011b)). Dicho esto, la combinación de crédito y de los precios de la propiedad inmueble parece ser la forma más parsimoniosa para capturar las características esenciales de la relación entre el ciclo económico y las crisis financieras. Analíticamente, este es el conjunto de variables necesarias para replicar adecuadamente la interacción entre las restricciones de financiamiento (crédito) y la percepción de valor y de los riesgos (precios de la propiedad inmueble). Empíricamente, hay una creciente literatura que documenta la información contenida en el crédito, tal como fue revisado por Dell’Arriccia et al (2012), y los precios de la propiedad inmueble (por ejemplo, FMI (2003)), tomados de forma individual, para efectos de las fluctuaciones económicas y de las crisis sistémicas con graves dislocaciones macroeconómicas. Es la interacción entre estos dos conjuntos de variables la que tiene el mayor contenido de información.

Característica 2: Tiene una frecuencia mucho menor que el ciclo económico tradicional. El ciclo financiero tiene una frecuencia mucho más baja que el ciclo económico tradicional (Drehmann et al (2012)). Como tradicionalmente se mide, el ciclo económico implica frecuencias de 1 a 8 años: este es el rango que aplican los filtros estadísticos cuando se trata de distinguir el componente cíclico y el componente tendencial en el PIB. Por el contrario, la duración media del ciclo financiero en una muestra de siete países industrializados, desde la década del 60 (siglo XX),² ha sido de alrededor de 16 años.

Director Oscar Roberto Monterroso S.	Producción Sergio A. Hernández R. Leonel Enrique Dubón Q.
Consejeros Antonieta Gutiérrez Rómulo Oswaldo Divas M.	Edición Juan Francisco Sagúí Argueta
Coordinador Ivar Ernesto Romero Ch.	Arte y Diagramación Pablo Emilio Méndez Lima

NOTAS MONETARIAS es un órgano divulgativo de información económico-financiera actualizada, de periodicidad bimestral y distribución gratuita. De aparecer colaboraciones especiales, sus autores serán entera y exclusivamente responsables por sus opiniones y, de consiguiente, éstas no reflejarían la posición oficial del Banco de Guatemala, a menos que ello se haga constar de modo expreso. Es libre la reproducción de los artículos, gráficas y cifras que figuren en esta publicación, siempre y cuando se mencione la fuente. Toda correspondencia deberá dirigirse a: **NOTAS MONETARIAS** del Banco de Guatemala, 7a. avenida, 22-01, zona 1, Ciudad de Guatemala, Código Postal No. 01001.

Gráfica 1



2 Nota del editor de textos: Los años, en décadas, del siglo XX se registran sólo con dos dígitos.

La gráfica 1, tomada de Drehmann et al (2012), ilustra este punto para los Estados Unidos. La línea gris oscuro sigue el ciclo financiero obtenido por la combinación de crédito y de los precios inmobiliarios y la aplicación de un filtro estadístico que proporciona las frecuencias comprendidas entre los 8 y 30 años. La línea gris claro mide el ciclo económico basado en el PIB, resultante de aplicar el filtro correspondiente para frecuencias de hasta 8 años, como se hace normalmente. Claramente, el ciclo financiero es mucho más largo y tiene una amplitud mucho mayor. La mayor longitud del ciclo financiero surge también cuando se mide sobre la base del enfoque de Burns y Mitchell (1946) de punto de inflexión, refinado por Harding y Pagan (2006). Las barras color gris oscuro (picos) y las barras gris claro (depresiones) indican que la longitud es similar a la estimada a través de filtros estadísticos, y los picos y valles son muy parecidos.

Pero interpretar el resultado de esta manera sería muy engañoso (Drehmann et al (2012)). El ciclo económico se sigue identificando en la literatura macroeconómica con fluctuaciones de corto plazo, de hasta 8 años. Por otra parte, la importancia relativa y la amplitud de los componentes de mediano plazo son considerablemente mayores para el comportamiento conjunto de crédito y precios de los inmuebles que para el PIB. Y cada fase también difiere entre los dos ciclos. La fase de contracción del ciclo financiero tiene una duración de varios años, mientras que las recesiones del ciclo económico generalmente no son superiores a un año. De hecho, como se explica más adelante, no centrarse en el comportamiento a medio plazo de la serie puede tener importantes implicaciones de política.

Característica 3: Sus picos están estrechamente relacionados con las crisis financieras. Los picos en el ciclo financiero están estrechamente relacionados con las crisis bancarias sistémicas (en adelante “crisis financieras”, para abreviar). En la muestra de siete países industrializados se ha señalado que todas las crisis financieras con origen interno (es decir, aquellas que no provienen de las pérdidas de exposiciones transfronterizas) ocurren en, o cerca de, el pico del ciclo financiero. Y las crisis financieras que se producen fuera de los picos de los ciclos financieros nacionales reflejan pérdidas en las exposiciones a ciclos financieros extranjeros. Ejemplos típicos son las recientes tensiones bancarias en Alemania y Suiza. A su vez, la mayoría de picos de ciclos financieros coinciden con crisis financieras. De hecho, sólo hay tres casos antes de 1985 en los cuales el pico no estaba cerca de una crisis, y en todos ellos el sistema financiero estuvo bajo un estrés considerable (Alemania en la

década de 2000, Australia y Noruega en 2008/2009).

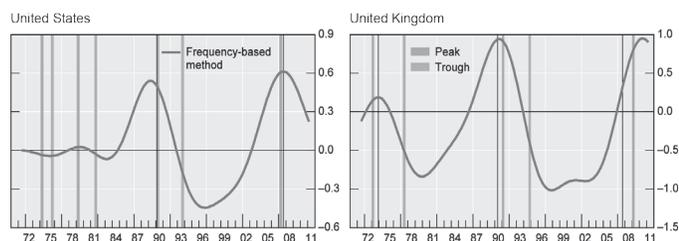
La gráfica 2, tomado de nuevo de Drehmann et al (2012), ilustra este punto para Estados Unidos y Reino Unido. Las barras negras indican las crisis financieras identificadas en bases de datos bien conocidas (Laeven y Valencia (2008 y 2010), Reinhart y Rogoff (2009)) y modificadas por la opinión experta de las autoridades nacionales. Se puede ver que las cinco crisis se producen muy cerca de los picos en los ciclos financieros. En todos los casos mostrados, las crisis tuvieron un origen doméstico. Esta relación cualitativa existe incluso si no se llega a una crisis financiera.

Las barras color negro y las grises indican picos y caídas, respectivamente, del ciclo financiero medido por la combinación del comportamiento de componentes de varias series de tiempo (crédito, ratio crédito al PIB y precios de vivienda). La línea gris sigue el ciclo financiero medido como el promedio del ciclo de mediano plazo en las series de componentes usando el filtro de frecuencia. Las líneas negras verticales indican el punto de partida para las crisis bancarias, que en algunos casos (Reino Unido 1976 y Estados Unidos 2007) apenas son visibles ya que coinciden con el pico en el ciclo. La cercana asociación entre el ciclo financiero y las crisis financieras ayuda a explicar otra regularidad empírica: las recesiones que coinciden con la fase de contracción del ciclo financiero son especialmente severas.

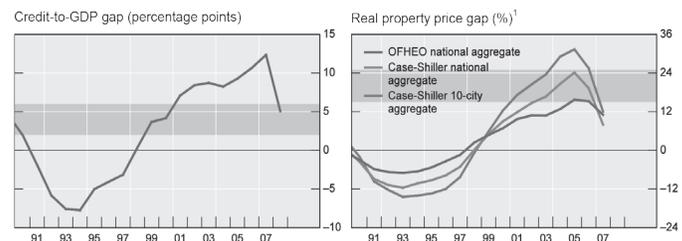
La estrecha relación entre el ciclo financiero y las crisis financieras subyace en la cuarta característica empírica: es posible medir la acumulación de riesgo de crisis financieras en tiempo real con una precisión bastante buena. Específicamente, los más prometedores indicadores líderes de crisis financiera están basados en desviaciones positivas (o brechas) de la razón de crédito al sector privado a PIB y del precio de los activos, especialmente el precio de las propiedades inmobiliarias, respecto de sus valores históricos (Borio y Drehmann (2009), Alessi y Detken (2009)).

Se puede pensar en la brecha del crédito como una medida aproximada del grado de apalancamiento de la economía, proveyendo un indicador indirecto de la capacidad de absorber pérdidas del sistema. Se puede pensar también en la brecha del precio de las propiedades como una medida de la probabilidad y del tamaño en que los precios se revertirán, lo cual es una prueba de la capacidad de absorción del sistema de esta reversión en los precios. La combinación de estas dos variables provee un signo mucho más claro, con menor ruido, que cualquiera de las dos variables considerada en forma aislada.

Gráfica 2

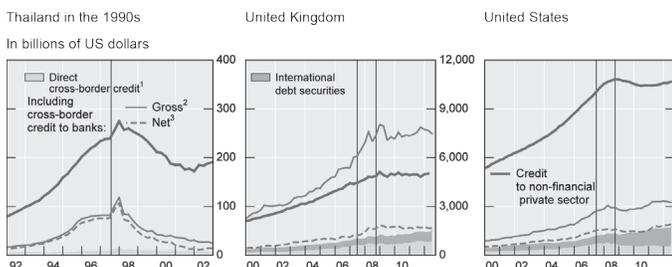


Gráfica 3



La gráfica 3, tomada de Borio y Drehmann (2009), ilustra el comportamiento del indicador correspondiente a los Estados Unidos. Las zonas peligrosas se muestran como zonas sombreadas. La gráfica indica que a mediados de la década de los años 2000 signos concretos de acumulación de riesgos sistémicos eran evidentes, debido a que tanto la brecha del crédito como la brecha de los precios de las propiedades se estuvieron moviendo en la zona peligrosa.

Gráfica 4
Credit booms and external credit: selected countries



La gráfica 4, extraída de Borio et al (2011), ilustra esta característica para Tailandia, uno de los primeros países en experimentar la crisis financiera asiática en la década del 90, y para los Estados Unidos y el Reino Unido, antes de la reciente crisis financiera. Se muestra la tendencia para los componentes directos (línea gris oscuro continua) e indirectos (incluidos en las líneas gris punteada) del crédito a crecer más rápido que el crédito interno total (línea gris claro) durante estos episodios. Esto es cierto sin importar el tamaño total del componente extranjero directo de crédito respecto al doméstico (áreas sombreadas).

Característica 5: La longitud y la amplitud dependen de los regímenes de política. La longitud y la amplitud del ciclo financiero no son constantes por naturaleza, por supuesto; dependen del régimen de política. Tres factores parecen ser especialmente importantes: el régimen financiero, el régimen monetario y el régimen de la economía real (Borio y Lowe (2002), Borio (2007)). La liberalización financiera debilitó las restricciones al financiamiento, dando apoyo a la interacción autorreforzada entre las percepciones de valor y riesgo, las actitudes de riesgo y las condiciones de financiación. Un régimen de política monetaria que se focaliza básicamente en el control de la inflación a corto plazo elimina la necesidad de ajustar la política monetaria cuando la inflación es baja pero coincide con auges financieros. E importantes acontecimientos positivos del lado de la oferta, tales como los relacionados con la globalización del sector real de la economía, proporcionan combustible para los auges financieros: aumentan el potencial de crecimiento y por lo tanto las posibilidades de crédito y los auges de precios de activos, mientras que al mismo tiempo presionan a la baja la inflación, reduciendo el margen para la restricción de la política monetaria.

La evidencia empírica es consistente con este análisis. Como se indica la gráfica 1, la longitud y la amplitud del ciclo económico se ha incrementado notablemente desde mediados de 1980, fecha aproximada del inicio de la fase de la liberalización financiera en las economías avanzadas (Borio y White (2003)). Este periodo también fue aproximadamente cuando se establecieron los

regímenes monetarios más exitosos en el control de la inflación. Y el ciclo parece haber llegado a ser especialmente grande y prolongado desde la década del 90, tras la entrada de China y otros países excomunistas en el sistema comercial mundial. Por el contrario, antes de mediados de 1980, por ejemplo, en los Estados Unidos, los ciclos económicos y financieros tradicionales son bastante similares en longitud y amplitud. De hecho, en las siete economías estudiadas por Drehmann et al (2012), la duración media del ciclo financiero es de 16 años sobre toda la muestra, pero para los ciclos que alcanzaron su punto máximo a partir de 1998, la duración media es de casi 20 años, en comparación con la duración media de 11 años para los ciclos previos.

Por otra parte, no es casualidad que el único ciclo económico significativo que termina en una crisis financiera pre-1985 se llevó a cabo en el Reino Unido, después de una fase de la liberalización financiera en la década del 70. Este fue también un periodo de alta inflación, indicando que la liberalización financiera, por sí misma, es capaz de generar importantes ciclos financieros. Dicho esto, en aquellos días el aumento de la inflación y/o el deterioro de la balanza de pagos que tendieron a acompañar la expansión económica inevitablemente tendieron rápidamente a un endurecimiento de la política monetaria, lo que limitó el ciclo en comparación con la política de los regímenes que siguieron.

1.1 El ciclo financiero: retos analíticos

Un modelado sistemático del ciclo financiero debería ser capaz de acomodar los hechos estilizados que acabamos de describir. Esto plantea desafíos analíticos de primer orden. A continuación se analizan tres características básicas que los modelos deben ser capaces de replicar satisfactoriamente y luego se hacen algunas conjeturas acerca de qué estrategias se pueden seguir para lograr esto.

Elementos esenciales que requieren modelado

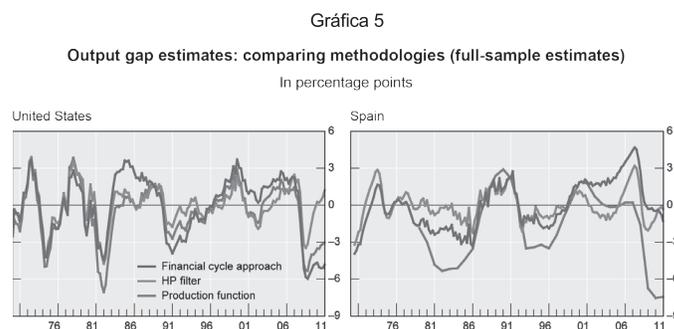
El primer aspecto es que los auges financieros deben no sólo preceder a las caídas sino también causarlas. El auge siembra las semillas de la posterior caída, como resultado de las vulnerabilidades que se acumulan durante esta fase. Esta perspectiva está más cerca de la visión prevaleciente antes de la Segunda Guerra Mundial sobre las fluctuaciones económicas, vistas éstas como el resultado de fuerzas endógenas que perpetúan ciclos (irregulares). Esto es más difícil de conciliar con la visión predominante actualmente de ciclos económicos, que se remonta a Frisch (1933), la cual ve estos ciclos como el resultado de *shocks* exógenos aleatorios transmitidos a la economía mediante mecanismos de propagación inherentes a la estructura económica (Borio et al (2001)). Y es especialmente difícil de conciliar con los enfoques asociados a la tradición del ciclo económico real, en el que, en ausencia de *shocks* persistentes, la economía retorna rápidamente al estado estacionario. En este caso, gran parte de la persistencia en el comportamiento de la economía es derivada de la persistencia de los *shocks* mismos (por ejemplo, Christiano et al (2005), Smets y Wouters (2003)). Cabe suponer que estos choques pueden ser considerados como una medida de nuestra ignorancia, más que de nuestra comprensión, por lo cual este enfoque deja gran parte del comportamiento de la economía sin explicación.

La segunda característica es la presencia de los excesos de deuda y de capital accionario. Durante el auge financiero, el crédito juega un papel facilitador, ya que el debilitamiento de las restricciones de financiamiento permite que se realicen gastos y que se adquieran activos. Esto a su vez no sólo conduce a una mala asignación de recursos, sobre todo del capital, sino también de la mano de obra, generalmente enmascarada por una economía aparentemente robusta. Sin embargo, cuando el auge se convierte en caída, y tanto los precios de los activos como los flujos de efectivo caen, la deuda se convierte en una variable, empuja a los agentes económicos a reducir sus gastos a fin de reparar sus balances (por ejemplo, Fisher (1932)). Del mismo modo, demasiado capital en sectores que han crecido en exceso frena la recuperación. Y una fuerza laboral heterogénea se suma a los costos del ajuste. Las crisis financieras son en gran medida síntomas de problemas de *stock* (de capital y de trabajo acumulado en sectores ineficientes) y, a su vez, tienden a exacerbar tales problemas. Los modelos actuales generalmente no modelan tales desequilibrios en el *stock* y, cuando los incorporan, asumen que son exógenos, no los ven como un legado del *boom* precedente (Eggertsson y Krugman (2012)).

La tercera característica es la distinción entre el producto potencial como producto no inflacionario y el producto potencial como producto sostenible (Borio et al (2012)). El pensamiento actual implícita o explícitamente identifica el producto potencial con lo que se puede producir sin generar presiones inflacionarias (Okun (1962), Woodford (2003), Congdon (2008), Svensson (2011a)). A su vez, considera la sostenibilidad como un elemento central del producto potencial: si la economía lo alcanza, y en ausencia de *shocks* exógenos, es capaz de permanecer allí indefinidamente.

Sin duda, la definición específica del producto potencial es modelo-dependiente. Modelos de equilibrio general dinámico y estocástico (DSGE) se basan en nociones que son mucho más volátiles que las concebidas por los tradicionales enfoques macroeconómicos (Mishkin (2007), Basu y Fernald (2009)). Dicho esto, la inflación es generalmente vista como la variable que contiene información acerca de la diferencia entre el producto efectivo y el potencial (la “brecha del producto”), basándose en diversas versiones de la curva de Phillips. Esto se refleja en la forma en la que el producto potencial y la brecha del producto se miden en la práctica. Excepto en los modelos puramente estadísticos basados exclusivamente en el comportamiento de la serie del producto en sí, la gran mayoría de los enfoques se basan en la información transmitida por la inflación (Boone (2000), Kiley (2010)). Y, sin embargo, como el análisis anterior lo indica, es muy posible que la inflación se mantenga estable mientras que la producción se encuentre en un camino insostenible, debido a la acumulación de desequilibrios financieros y a las distorsiones que tales desequilibrios generan en la economía real. Ostensiblemente, el producto sostenible y el producto no inflacionario no necesariamente coinciden.

Esto puede hacer una diferencia considerable en la práctica. La gráfica 5, tomada de Borio et al (2012), contiene tres diferentes medidas de la brecha del producto en los Estados Unidos y de España: la tradicional medida basada en un filtro de Hodrick-Prescott (línea gris oscuro), un enfoque de función de producción de la OCDE (línea gris claro) y uno que se



ajusta el comportamiento de Hodrick-Prescott basado en la información sobre el comportamiento del crédito y de los precios inmobiliarios (línea gris). El enfoque de la función de producción se basa en la información acerca de la inflación: estimaciones de la tasa natural de desempleo (tasa de desempleo que no causa una aceleración de la inflación, NAIRU), la cual ayuda a precisar la producción potencial. Las estimaciones basadas en la información sobre el ciclo financiero combinan las tasas de crecimiento del crédito y de los precios inmobiliarios con el fin de identificar los auges financieros y las caídas y de capturar con mayor precisión el componente cíclico del producto.

Todas las estimaciones usan las observaciones de la muestra completa. La gráfica muestra claramente que, especialmente en la década de los años 2000, la brecha del producto ajustada por crédito apuntaba a que el producto fue considerablemente mayor que el producto potencial, al igual que en las otras dos estimaciones. Por el contrario, antes de mediados de los años 80, las diferentes estimaciones se seguían muy de cerca una a la otra en los Estados Unidos, lo cual es consistente con los ciclos financieros mucho más amortiguados en ese tiempo.

¿Cómo puede lograrse esto?

La mejor manera de incorporar las tres características fundamentales que acabamos de describir en los modelos está lejos de ser evidente. Aun así, es posible hacer algunas sugerencias preliminares. En diversos grados, incorporar dichas características podría ayudar a captar las fallas de coordinación intratemporales e intertemporales que sin duda están en el corazón de los ciclos financieros y económicos.

Un paso sería alejarse de modelos de expectativas consistentes con el modelo (o “racionales”). Modelar la generación, el desarrollo y los desenlaces de los desequilibrios financieros, manteniendo el supuesto de que los agentes económicos tienen una comprensión completa de la economía, es posible pero artificial. El hecho de que el conocimiento es heterogéneo y fundamentalmente incompleto es una característica fundamental de los procesos económicos. Como todos vemos en nuestra vida diaria, la evidencia empírica es demasiado difusa como para que los agentes puedan compatibilizar sus diferentes visiones. Y esta incertidumbre fundamental es un motor clave del comportamiento económico.

Un segundo paso es permitir que la tolerancia al riesgo sea variable y contingente al estado de la economía; es decir, permitir que las actitudes hacia el riesgo varíen en función del estado de la economía, de la riqueza y de las hojas de balance (por ejemplo: Borio y Zhu (2011)).

Hay muchas maneras en que esto puede hacerse. E incluso sin asumir que las preferencias hacia el riesgo varían con el estado de la economía, el comportamiento puede replicar diferentes grados de prudencia financiera y de asunción de riesgo en función de las variaciones del estado de la economía. Aunque estrictamente hablando, este supuesto no es necesario, sí amplificaría los auges y caídas del ciclo financiero, mediante el fortalecimiento del efecto de las restricciones el financiamiento contingentes al estado de la naturaleza. Además, si se quisiera modelar los trastornos graves de la crisis financiera, permitir de manera más significativa los *defaults* sería una modificación importante (por ejemplo, Goodhart y Tsomocos (2011)).

Un tercer aspecto, sin duda más fundamental, sería captar más profundamente la naturaleza monetaria de nuestras economías. Los modelos deben lidiar con las verdaderas economías monetarias, no con economías reales tratadas como monetarias, como suele ser el caso (por ejemplo, Borio y Disyatat (2011)). Los contratos financieros se establecen en términos nominales, no en términos reales. Más importante aún, el sistema bancario no se limita a transferir recursos reales, más o menos eficientemente, de un sector a otro, sino que genera poder de compra nominal. Los depósitos no son dotaciones que preceden a la formación de préstamos, sino que son los préstamos los que crean depósitos.

El dinero no es una “fricción”, sino un ingrediente necesario que mejora con el intercambio. Si bien la generación de poder de compra actúa como el aceite de la máquina económica, también puede, en el proceso, abrir la puerta a la inestabilidad, cuando se combina con algunos de los elementos anteriores. Trabajar con mejores representaciones de las economías monetarias debería ayudar a arrojar más luz sobre las distorsiones globales y sectoriales que surgen en la economía real, cuando la creación de crédito se desancla y se desarrolla con base en percepciones de riesgo y de valor sin fundamentos reales adecuados. Sólo así será posible entender el papel que desempeña la política monetaria en la macroeconomía. Y con toda probabilidad, esto nos obliga a alejarnos del enfoque en conceptos y métodos de equilibrio para analizar las fluctuaciones económicas y a redescubrir los méritos de análisis de desequilibrio, como la que destacó Wicksell (1898) (Borio y Disyatat (2011)).

La importancia de una economía monetaria: un ejemplo

Vale la pena ilustrar la importancia de trabajar con mejores representaciones de las economías monetarias, considerando un ejemplo: la idea popular de que los desequilibrios mundiales en cuenta corriente son el origen de la crisis financiera (lo que podría llamarse punto de vista del “exceso de ahorro”). Sin duda, esto representa una aplicación dudosa de paradigmas adecuados para la economía “real” a lo que en realidad son economías monetarias (Borio y Disyatat (2011)).

Según el punto de vista del “exceso de ahorro”, los superávit globales en cuenta corriente, especialmente en las economías de Asia, llevaron a la crisis financiera de dos maneras. En primer lugar, los superávit en cuenta corriente de esas economías, y las correspondientes de las salidas netas de capital, financiaron la expansión del crédito en los países deficitarios en el epicentro de la crisis, sobre todo los Estados Unidos. En segundo lugar,

el exceso ex-ante de ahorro sobre la inversión se refleja en los superávit en cuenta corriente, los cuales ejercieron presión a la baja sobre las tasas de interés mundiales, especialmente en activos en dólares estadounidenses, en los que, en gran parte, los excedentes se invirtieron. Esto, a su vez, alimentó el auge del crédito y la toma de riesgos, lo que sembró la semilla de la crisis financiera global.

La objeción central a este punto de vista es que confunde “financiamiento” con “ahorro” (dos nociones que coinciden sólo en las economías no monetarias). La financiación es un concepto de flujo de caja bruto, y denota el acceso al poder de compra en la forma de un medio aceptado (dinero), incluso a través de préstamos. Ahorro, tal como se define en las cuentas nacionales, es simplemente el ingreso no consumido. Los gastos requieren financiación, no ahorro. La expresión “muralla de ahorro”, de hecho, induce a error: el ahorro es más como un “agujero” en el gasto agregado, el agujero que deja espacio para que la inversión tenga lugar. Por ejemplo, en una economía sin ninguna inversión, el ahorro, por definición, es también cero. Y sin embargo, la economía puede requerir una gran cantidad de financiación, como la que se necesita para financiar cualquier diferencia entre los ingresos por ventas y los pagos por los insumos de factores. De hecho, la relación entre el ahorro y el crédito es muy débil. Por ejemplo, hemos visto que durante los auges financieros la brecha de la razón crédito a PIB tiende a aumentar considerablemente. Esto significa que el cambio neto en el stock de crédito es superior al ingreso por un margen considerable y, por lo tanto, es superior al ahorro por un margen aún mayor, ya que el ahorro es sólo una pequeña parte del ingreso.

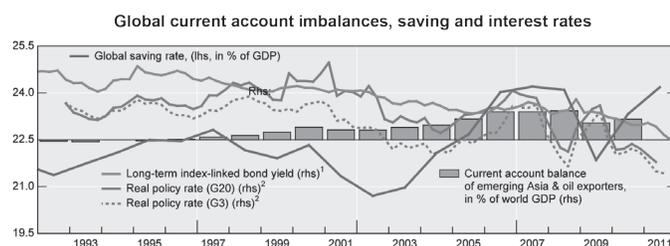
Aplicado específicamente al punto de vista de “exceso de ahorro”, esto se traduce en dos críticas: una se refiere a identidades macroeconómicas; y la otra, a relaciones de comportamiento. La crítica sobre identidades es que los flujos de capital que financian los auges del crédito son brutos, no netos. De hecho, el auge del crédito de EE. UU. fue financiado en gran parte domésticamente (gráfica 4). Pero, en la medida que fue financiado externamente, el financiamiento provino en gran parte de los países con déficit en cuenta corriente (el Reino Unido) o en equilibrio (la Zona Euro). Esto explica por qué fueron en gran parte los bancos ubicados en dicha zona los que enfrentaron graves problemas financieros en el inicio de la crisis. Además, una parte considerable de la financiación fue de ida y vuelta desde los Estados Unidos (McCauley (2012)). De manera más general, la crisis financiera reflejó alteraciones en los canales de financiación, en los patrones de inversiones y préstamos, sobre los cuales los flujos de ahorro e inversión son en gran parte silenciosos o no obvios.

La crítica sobre las relaciones de comportamiento es que el balance ex-ante entre ahorro e inversión afecta a la tasa de interés natural y no a la de mercado. Una larga tradición en la ciencia económica ve las tasas de interés de mercado como un fenómeno fundamentalmente monetario, reflejando la interacción entre la tasa de política del banco central, las expectativas del mercado acerca de las futuras tasas de política y la prima de riesgo, afectada por la relación oferta de activos financieros, por la percepción de riesgo y por las preferencias. En contraste, la tasa natural es una variable inobservable, un concepto de equilibrio determinado por factores reales.

Y, al igual que con cualquier otro precio de los activos, no hay razón para creer que las tasas de mercado no pueden desviarse de sus contrapartes naturales durante períodos prolongados. Esto es cierto tanto para las tasas de política del banco central como para las tasas de interés de largo plazo, influenciadas críticamente por las expectativas del mercado y por las preferencias de riesgo. De hecho, es difícil ver cómo las tasas naturales, al ser un fenómeno de equilibrio, podrían haber sido el origen de los trastornos macroeconómicos asociados con la crisis financiera. Por otra parte, empíricamente, la relación entre el ahorro global y cuentas corrientes, por un lado, y las tasas reales de interés a corto y largo plazo, por otro lado, es muy tenue (gráfica 6).

1.2 El ciclo financiero: retos para la política pública

Gráfica 6



¿Cuáles son las implicaciones de política del análisis anterior? Lo que continúa considera, sucesivamente, las políticas para hacer frente a los auge y a las caídas. Sin embargo, dado que las políticas que se han centrado en el auge han sido ampliamente consideradas en el pasado y ahora hay un creciente consenso respecto de ellas, la discusión se centrará principalmente en las caídas. Esto es menos explorado y más polémico.

Haciendo frente a los auges

Confrontar los auges financieros exige anclajes fuertes en los regímenes financiero, monetario y fiscal. Éstos pueden ayudar a limitar el auge y, en su defecto, a mejorar las defensas y los márgenes de maniobra de política para hacer frente a las caídas posteriores. De cualquier manera, ayudan a hacer frente a lo que podría llamarse el “exceso de elasticidad” del sistema (Borio y Disyatat (2011)); es decir, su incapacidad para frenar el desarrollo de auges financieros insostenibles (“desequilibrios financieros”), debido a las poderosas fuerzas pro cíclicas en juego.

En el caso de la política prudencial, el ajuste principal es fortalecer la orientación macroprudencial, o sistémica, de los arreglos en vigor (por ejemplo, Borio (2011a), Caruana (2010), CGFS (2010, 2012)). Un elemento clave es abordar la prociclicidad del sistema financiero. La idea es construir reservas en los buenos tiempos, cuando crecen las vulnerabilidades financieras, a fin de ser capaz de contener los daños en los malos momentos, cuando el estrés financiero se materializa. Hay muchas maneras de hacerlo: mediante el diseño apropiado de herramientas tales como los estándares de capital y de liquidez, el aprovisionamiento, las prácticas de márgenes y colaterales, y así sucesivamente. Basilea III, por ejemplo, ha establecido una reserva anticíclica de capital (BCBS (2010a), Drehmann et al (2010, 2011)). Y el G-20 ha respaldado la necesidad de establecer marcos macroprudenciales de pleno derecho en las jurisdicciones

nacionales; ya se han hecho progresos considerables (FSB, el FMI, BPI (2011)).

En el caso de la política monetaria, es necesario adoptar estrategias que permitan a los bancos centrales restringir la política monetaria con el fin de oponer resistencia a la acumulación de desequilibrios financieros, aun si en el corto plazo la inflación se mantiene baja (por ejemplo, el BPI (2010), Caruana (2011) y Borio (2011b), Eichengreen et al (2011)), lo que podría llamarse la “opción de oponer resistencia”. Operacionalmente, este es un llamado para extender los horizontes de política monetaria más allá de los aproximadamente dos años típicos de los regímenes de metas de inflación y para dar mayor importancia al balance de riesgos en el pronóstico (Borio y Lowe (2002), Bean (2003)), a manera de tener plenamente en cuenta la lenta acumulación de vulnerabilidades relacionadas con el ciclo financiero.

El momento de la corrección de los desequilibrios financieros es altamente incierto, por lo que ampliar el horizonte no debe interpretarse como una ampliación de pronósticos puntuales realizados mecánicamente. Más bien, se trata de un mecanismo para ayudar a evaluar el balance de riesgos que enfrenta la economía y los costos de la acción política y la inacción de una manera más significativa y estructurada. Cada vez más, los bancos centrales han estado cambiando en esta dirección, aunque con bastante cautela (Borio (2011b)).

En el caso de la política fiscal, hay una necesidad de prudencia adicional durante las expansiones económicas asociadas a auges financieros. La razón es simple: los auges financieros no sólo introducen mejoras aparentes en los balances y en las cuentas de resultados de las entidades financieras y de aquéllos a quienes ellas prestan (Borio y Drehmann (2010)), sino también aparentan mejoras en las cuentas fiscales (Eschenbach y Schuknecht (2004), BIS (2010, 2012), Borio (2011a), Benetrix y Lane (2011)). El producto potencial y el crecimiento tienden a ser sobreestimados. Los auges financieros son especialmente generosos para las arcas públicas, debido a la estructura de los ingresos (Suárez (2010), Price y Dang (2011)). El gobierno sin darse cuenta acumula pasivos contingentes, que se cristalizan cuando el auge se convierte en caída del sector financiero y de la economía en general y emergen los problemas de hoja de balance, especialmente en el sector financiero.

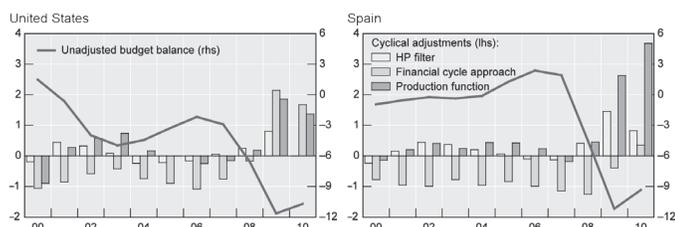
Las experiencias recientes de España e Irlanda lo indican. Las cuentas fiscales se mostraron muy sólidas durante el *boom* financiero: las razones de deuda sobre PIB eran bajas y reduciéndose mientras prevalecieron los excedentes fiscales. Y, sin embargo, tras la crisis financiera y bancaria, la crisis soberana salió a flote. La estimación de balances presupuestarios cíclicamente ajustados utilizando la información del ciclo financiero puede ayudar a abordar estos sesgos (Borio et al (2012)).

La gráfica 7 ilustra esto mediante la aplicación de las medidas de la brecha de producción que incorporen la información del ciclo financiero a la balanza fiscal de los Estados Unidos y de España. Como se puede ver, la diferencia entre las estimaciones correspondientes a los simples filtros Hodrick-Prescott y las derivadas del enfoque de función de producción pueden ser muy grandes y persistentes, en especial tratándose de estimaciones en tiempo real.

Gráfica 7

Budget balances and cyclical adjustments

In percentage points



Por otra parte, estas correcciones sólo incorporan las diferentes medidas del producto potencial, pero no incluyen los efectos de la estructura de ingresos o de los pasivos contingentes crecientes.

En términos más generales existe el riesgo de que, al no reconocer que el ciclo financiero tiene una duración más larga que el ciclo económico, la política económica podría conducirse por mal camino. Esto ocurre en el contexto de lo que podría llamarse el fenómeno de la “recesión inconclusa” (Drehmann et al (2012)). Específicamente, las respuestas de política que fallan en tomar en cuenta los ciclos financieros de mediano plazo pueden evitar tener recesiones en el corto plazo, pero el costo a largo plazo es mayor. En estos casos, las autoridades pueden centrarse demasiado en los precios de las acciones y las medidas estándar de los ciclos económicos y perder de vista el continuo aumento del ciclo financiero. La caída que sigue a continuación de un auge financiero sin control trae trastornos económicos aún más grandes. En otras palabras, hacer frente a una recesión de corto plazo y no tomar medidas que limiten la acumulación de desequilibrios financieros simplemente pospone el día del juicio final.

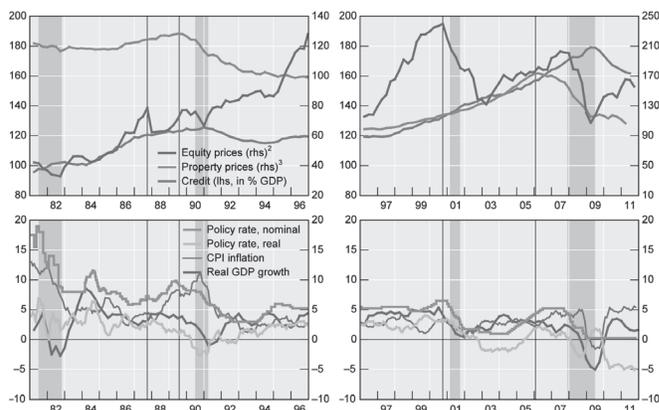
La gráfica 8, tomada de Drehmann et al (2012), ilustra esto para los Estados Unidos, aunque el fenómeno es más general. La gráfica se centra en dos episodios similares: de mediados de los años 80 a inicios de la década de los 90 y el período 2001-2007. En ambos casos, la política monetaria se relajó fuertemente a raíz de las crisis bursátiles de 1987 y 2001 y del debilitamiento de la actividad económica asociado. Al mismo tiempo, la relación crédito a PIB y los precios inmobiliarios continuaron su ascenso, seguidos por el PIB, sólo para colapsar unos años más tarde y causar mucho más grandes dislocaciones financieras y económicas. En parte porque la inflación se mantuvo bastante moderada en el segundo episodio, las autoridades elevaron las tasas de política de forma mucho más gradual. Y el intervalo entre el pico de las cotizaciones bursátiles y de los precios de la propiedad (líneas verticales) fue considerablemente más largo, más o menos 5 años en vez de 2 años. Desde la perspectiva de los ciclos financieros y económicos a mediano plazo, las desaceleraciones o contracciones en 1987 y en 2001 pueden considerarse como “recesiones inconclusas”.

Haciendo frente a las caídas

No todas las recesiones nacen iguales. La recesión típica en el período de posguerra, al menos hasta mediados de 1980, fue consecuencia de un endurecimiento de la política monetaria para limitar la inflación. La recuperación fue relativamente

Gráfica 8

Unfinished recessions: United States¹



corta. Sistemas financieros fuertemente regulados dieron lugar a poca deuda o sobreacumulación de *stock* de capital. Y la alta inflación impulsó los precios nominales de los activos y, con las restricciones financieras establecidas, erosionó el valor real de la deuda. La última recesión en las economías avanzadas es la quintaesencia de “recesión de hoja de balance”, que sigue a un auge financiero en un contexto de inflación baja y estable. El auge precedente es mucho más largo. La deuda, el *stock* de capital y los precios de los activos son mucho más grandes. Y el sector financiero fue mucho más dañado. El equivalente más cercano en las economías maduras es Japón en la década del 90.

Como se ha indicado antes, y según lo confirmado por amplia evidencia empírica, estas recesiones son particularmente costosas (por ejemplo: Comité de Basilea (2010b), Reinhart y Rogoff (2009), Reinhart y Reinhart (2010), Dell’ Arriccia (2012)). Tienden a ser más profundas, seguidas de débiles recuperaciones, y dando lugar a pérdidas de producción permanentes: la producción puede recuperar su anterior crecimiento a largo plazo, pero no vuelve a su trayectoria anterior. Sin duda, estas características reflejan una mezcla de factores: la sobrestimación tanto de la producción potencial como del crecimiento durante el auge; la mala asignación de los recursos, especialmente del *stock* de capital, pero también del trabajo, durante esa fase; el efecto opresivo de las acumulaciones excesivas de deuda y de capital durante la caída; y las interrupciones en la intermediación financiera una vez que emergen las tensiones financieras.

Esto sugiere que el desafío clave es evitar que un problema de *stock* se convierta en un problema de flujo de larga duración, que pese sobre los ingresos, la producción y los gastos. El objetivo debe ser alcanzado en un contexto de limitado margen de maniobra para la política: a menos que se hayan constituido suficientes reservas durante el auge, las reservas disponibles para la política contracíclica estarán típicamente muy bajas. Las reservas de capital y de liquidez de las entidades financieras van a ser sometidos a tensión; las cuentas fiscales mostrarán agujeros; y las tasas de interés no estarán muy lejos del límite inferior cero.

En este contexto es fundamental distinguir dos fases distintas, que difieren en cuanto a las prioridades: gestión de crisis y resolución de crisis (Borio (2011b), Caruana (2012A)).

En la gestión de crisis, la prioridad es evitar la implosión del sistema financiero, alejar la amenaza de una espiral descendente que se autorrefuerza con la actividad económica. Si la posibilidad está disponible, las políticas deben ser implementadas agresivamente para ese fin. Esta es la fase históricamente ligada a la función de los bancos centrales de prestamista de última instancia que, a no ser que sea limitada por un régimen de tipo de cambio fijo, puede ir acompañada de fuertes recortes en las tasas de política, lo cual es especialmente útil en el fomento de la confianza. En la resolución de crisis, por el contrario, la prioridad es la reparación de la hoja de balance del sistema financiero, con el fin de sentar las bases para una recuperación económica autosostenida. Aquí, enfrentar el sobreendeudamiento es esencial. Y las políticas económicas deben ajustarse en consecuencia.

Un problema es que las recetas tradicionales de política pueden ser menos eficaces en el tratamiento de las recesiones de hoja de balance, debido a la herencia de los auges financieros y los vientos en contra del desplome financiero. Existe el riesgo de que, en diferentes grados, estas políticas puedan comprar tiempo, pero también hacen que sea más fácil perderlo. Estas políticas pueden generar problemas más grandes al final del camino. A continuación se explora esta cuestión, teniendo en cuenta, de forma secuencial, aspectos prudenciales, de política fiscal y de política monetaria. Pero antes de hacerlo, y con el fin de fijar ideas, vale la pena discutir más concretamente dos casos históricos.

El primer caso, universalmente reconocido como un buen ejemplo, es cómo los países nórdicos se enfrentaron a una recesión de hoja de balance en la década de los años 90, Borio et al (2010)). La fase de gestión de crisis fue rápida y corta. Las autoridades estabilizaron el sistema financiero por medio de garantías públicas y, cuando fue necesario, el banco central dio apoyo de liquidez. Seguidamente, sin pérdida de tiempo, ellos abordaron las fases de resolución de crisis. Con una crisis externa limitando el margen de maniobra de la política monetaria y fiscal, procedieron a la reparación de las hojas de balance de los bancos. Forzaron el reconocimiento integral de pérdidas (amortizaciones), recapitalizaron instituciones que no aprobaban las pruebas de tensión financiera, clasificaron las instituciones con base en su viabilidad futura, aislaron los activos tóxicos del sistema, incluyendo la eliminación del exceso capacidad en el sistema financiero y promovieron la eficiencia operativa, a fin de sentar las bases de una rentabilidad sostenible. La recuperación fue relativamente rápida y autosostenida.

El segundo caso, generalmente considerado como un ejemplo no a seguir, es lo que sucedió en Japón a raíz de la quiebra de su sistema financiero, que tuvo lugar aproximadamente al mismo tiempo que el problema de los países nórdicos, en la década del 90 (por ejemplo, Nakaso (2001), Fukao (2007), Peek y Rosengren (2005), Caballero, Hoshi y Kashyap (2008)). Las autoridades tardaron en reconocer los problemas de hoja de balance de su sistema financiero y sin una crisis externa equivalente, tenían mucho más espacio para utilizar políticas monetarias y fiscales expansivas. Frente a la resistencia política a la utilización de los fondos públicos, la reparación de la hoja de balance se retrasó durante varios años. La economía tomó mucho más tiempo para recuperarse.

Consideremos ahora el papel de la política prudencial más específicamente. Idealmente, si los marcos macroprudenciales eficaces se encuentran en su lugar, las reservas de capital y de liquidez están disponibles para suavizar el *shock* al sistema financiero y a la economía. Pero si las autoridades no han logrado construir barreras de contención en los buenos tiempos y en época de crisis surgen tensiones financieras, reparar las hojas de balance de las instituciones financieras es un gran desafío. Un error posible aquí es centrarse exclusivamente en la recapitalización de los bancos con dinero del sector público sin obligar al pleno reconocimiento de las pérdidas. Si bien esta política pretende evitar una contracción del crédito y el desapalancamiento desordenado de la economía, podría decirse que es una solución subóptima. En la presencia de dudas de los inversionistas sobre la calidad de la hoja de balance de los bancos, no se cumple el objetivo de lograr reducir el costo del capital y la financiación en general. Al igual que la “esposa del César”, la hoja de balance de los bancos no sólo tiene que estar impecable, también tiene que ser vista como impecable. Además, puede generar incentivos equivocados: evita el reconocimiento de las pérdidas, promueve una mala asignación de créditos, manteniendo a los malos prestatarios a flote mientras se están aplicando tasas de interés más altas a los prestatarios saludables, y apostando posiblemente por la resurrección. El punto clave es que en la fase de resolución de crisis, cuando la reducción de la deuda total y el precio de los activos son inevitables, la cuestión no es tanto la cantidad total del crédito, sino su calidad (asignación). Con el tiempo, cualquier asignación incorrecta puede reducir la producción potencial y el crecimiento, una forma de “histéresis” que puede ayudar a explicar las pérdidas de producción persistentes.

Consideremos a continuación la política fiscal. El reto aquí es utilizar el espacio fiscal con eficacia, a fin de evitar una crisis de riesgo soberano. Una opinión generalizada entre los macroeconomistas es que la política fiscal expansiva (aumentos en los gastos y la reducción de los impuestos) es relativamente más eficaz cuando la economía está débil. Los agentes económicos tienen “finanzas limitadas” y son incapaces de pedir prestado tanto como les gustaría; su propensión a gastar los ingresos adicionales que reciben es alta (por ejemplo, Gali et al (2007), Roeger y en ‘t Veld (2009), Eggertsson y Krugman (2012)). Además, con recursos desocupados en la economía y tasas de interés posiblemente ya cercanas al límite inferior cero, no hay ningún incentivo para restringir la política monetaria (por ejemplo, Eggertsson y Woodford (2003), Christiano et al (2011)).

Esta visión, sin embargo, no parece tener en cuenta las características específicas de una recesión de hoja de balance. Si los agentes están endeudados en exceso, naturalmente dan prioridad al pago de la deuda y no a gastar el ingreso adicional; en el extremo, la propensión marginal a consumir sería cero. Por otra parte, si el sistema bancario no está funcionando adecuadamente, de hecho puede amortiguar los efectos de segunda ronda del multiplicador fiscal: los fondos deben ir a los más dispuestos a gastar, pero pueden no llegar, ya que los bancos no están dispuestos a prestar. En términos más generales, si el problema es un problema de *stock*, es lógico pensar que la política fiscal puede ser más eficaz si se ataca este problema directamente. El objetivo sería utilizar la hoja de balance del sector público para apoyar la reparación y el fortalecimiento de la hoja de balance del sector privado.

Esto se aplica a los balances de las instituciones financieras, a través de inyecciones de dinero del sector público (capital) sujeto a condiciones estrictas respecto del reconocimiento de pérdidas y posiblemente del traspaso temporal de la propiedad a manos del sector público. Y se aplica también a los balances de los sectores no financieros, tales como los hogares, incluyendo posiblemente diversas formas de alivio de deuda. Si el diagnóstico es correcto, este uso del dinero público podría establecer las bases de una recuperación autosostenida mediante la eliminación de un obstáculo clave para el gasto del sector privado. Por otra parte, como propietario o copropietario, el gobierno de hecho podría obtener ganancias de capital en el largo plazo, como es el caso de algunos países nórdicos.

¿Qué pasa con la política monetaria? El escollo clave aquí es que la flexibilización de la política monetaria extraordinariamente agresiva y prolongada puede comprar tiempo, pero puede en realidad retrasar, en lugar de promover, el ajuste requerido. Esto es cierto tanto para la política de tasas de interés (cambios en la tasa de política a corto plazo) como para la política de expansión de la hoja de balance del banco central (cambios en la hoja de balance destinados a influir en las condiciones financieras más allá de las tasas de interés a corto plazo, a través de compras de activos a gran escala y apoyo de liquidez) (Borio y Disyatat (2010)).

El contexto es importante. La política monetaria es probable que sea menos eficaz en la estimulación de la demanda agregada en una recesión de hoja de balance. Los agentes económicos excesivamente endeudados no desean pedir prestado para gastar. Un sistema financiero dañado es menos eficaz en la transmisión de la postura de la política al resto de la economía. Todo esto significa que, con el fin de tener el mismo efecto a corto plazo sobre la demanda agregada, la política monetaria, naturalmente, empuja más. Pero esto también aumenta sus efectos secundarios.

Hay al menos cuatro posibles efectos secundarios de la política monetaria extraordinariamente acomodaticia y prolongada. En primer lugar, puede enmascarar la debilidad subyacente de la hoja de balance del sector financiero. Segundo, puede retrasar incentivos para reducir el exceso de capacidad en el sector financiero e incluso fomentar las apuestas por la resurrección de prácticas de comportamiento. En tercer lugar, con el tiempo, puede minar la capacidad de ingresos de los intermediarios financieros. Finalmente, se puede atrofiar los mercados y las señales del mercado, en la medida que los bancos centrales se hacen cargo de una parte mayor de la actividad de intermediación financiera.

Conclusión

Ya es hora de redescubrir el papel del ciclo financiero en macroeconomía. Esto es esencial para una mejor comprensión de la economía y para el diseño de la política. Este documento ha dado un pequeño paso en esa dirección, poniendo de relieve algunas de las principales características empíricas del ciclo económico, sugiriendo lo que podría ser necesario para modelarlo y proponiendo ajustes en la política para hacerle frente con mayor eficacia.

Al menos cinco hechos empíricos estilizados del ciclo financiero se destacan. El ciclo financiero está mejor capturado por el

comportamiento conjunto del crédito y de los precios inmobiliarios. Es mucho más largo, y tiene una amplitud mucho mayor, que el ciclo económico tradicional. Está estrechamente asociado con las crisis bancarias sistémicas, que tienden a ocurrir cerca de su pico. Permite la identificación de los riesgos de futuras crisis financieras en tiempo real y con una buena anticipación. Y es altamente dependiente de los regímenes financieros, de política monetaria y de economía real.

El modelado del ciclo financiero plantea importantes desafíos analíticos para los paradigmas dominantes. Requiere que los auges no sólo precedan sino también causen las caídas posteriores, que haya un tratamiento explícito de desequilibrio de los excesos de deuda y de capital accionario durante las caídas, y que haya una clara distinción entre el producto no inflacionario y el producto sostenible, es decir, una noción más rica de la producción potencial; todos estos son aspectos ajenos a la corriente principal de modelado macroeconómico vigente. Moverse en esta dirección requiere la captura de las fallas de coordinación que llevan a las fluctuaciones financieras y de negocios. Esto sugiere alejarse del modelado de expectativas consistentes con los modelos, permitiendo de este modo la incertidumbre endémica y el desacuerdo sobre el funcionamiento de la economía. Se sugiere incorporar percepciones de riesgo y actitudes hacia el riesgo que varíen sistemáticamente a lo largo del ciclo, interactuando fuertemente con el aumento y disminución de las restricciones al financiamiento. Por encima de todo, se sugiere captar más profundamente la naturaleza monetaria de nuestras economías; es decir, modelar economías en las que los intermediarios financieros no sólo asignan los recursos reales, sino también generan poder adquisitivo y en las cuales estos procesos interactúan con percepciones débilmente ancladas de valor y así generan inestabilidad. A su vez, esto significa con toda probabilidad alejarse de los modelos de equilibrio y abordar el desequilibrio explícitamente. En muchos aspectos, todo esto nos lleva de nuevo a las anteriores tradiciones económicas intelectuales que han sido progresivamente abandonadas en las últimas décadas.

El ciclo financiero también plantea retos de política de primer orden. Para tomarlo plenamente en cuenta, las políticas prudencial, monetaria y fiscal deben mantener un enfoque firme en el mediano plazo. El principio básico es la acumulación de reservas durante el *boom* financiero a fin de ser capaces de resistir durante la caída y, así, estabilizar el sistema financiero. Y, si las acciones de política no son capaces de limitar el auge, y la caída financiera es lo suficientemente fuerte para generar una seria recesión de hoja de balance, en ese caso las políticas deben abordar de frente la reparación de las hojas de balance... La prioridad general es fomentar y apoyar el ajuste de los balances, en vez de retardarlo involuntariamente. La prioridad es evitar que un problema de stocks derive en un problema persistente y grave de flujos, que arrastre a la baja al gasto agregado y al producto. A su vez, esto significa reconocer las limitaciones de la expansión fiscal tradicional y de flexibilización monetaria prolongada y agresiva. Y, desde una perspectiva global, significa reconocer e internalizar las externalidades no deseadas que las políticas pueden tener, especialmente si los ciclos financieros no están sincronizados entre países. Estos problemas son especialmente difíciles para la política monetaria, que corre el riesgo de ser gravemente sobrecargada de trabajo y, con el tiempo, de perder su eficacia y credibilidad.

Bibliografía

- Adrian, T. and H. Shin (2010). “*Financial intermediaries and monetary economics*”, in B. Friedman and M. Woodford (eds.) *Handbook of Monetary Economics*, vol. 3, Amsterdam: North Holland, pp. 601-650.
- Aikman, D., A. Haldane and B. Nelson (2010). “*Curbing the credit cycle*”, paper presented at the Columbia University Center on Capitalism and Society Annual Conference, New York, November.
- Alessi, L. and C. Detken (2009). “*Real time early warning indicators for costly asset price boom/bust cycles: A role for global liquidity*”, ECB Working Paper, No. 1039.
- Avdjiev, S., R. McCauley and P. McGuire (2012). “*Rapid credit growth and international credit: Challenges for Asia*”, BIS Working Papers, No. 377, April.
- Baba N., S. Nishioka, N. Oda, M. Shirakawa, K. Ueda and H. Ugai (2005). “*Japan’s deflation, problems in the financial system and monetary policy*”, BIS Working Papers, No. 188.
- Baliño, T. (1987). “*The Argentine banking crisis of 1980*”, IMF Working Papers, No. WP/87/77.
- Ball, L. (2006). “*Has globalization changed inflation?*” NBER Working Paper, No. 12687.
- Bank for International Settlements (2010). 80th BIS Annual Report, June.
- Bank of Canada (2011). *Renewal of the inflation-control target – Background information*, November.
- Basel Committee on Banking Supervision (BCBS) (2010a). *Guidance for national authorities operating the countercyclical capital buffer*, December.
- Basu, S. and J. Fernald (2009). “*What do we know (and not know) about potential output?*” Federal Reserve Bank of St. Louis Review, July/August.
- Bean, C. (2003). “*Asset prices, financial imbalances and monetary policy: are inflation targets enough?*”, BIS Working Papers, No. 140, September.
- Bech, M., L. Gambacorta and E. Kharroubi (2012). “*Monetary policy in a downturn: are financial crises special?*”, BIS Working Papers, No. 388, September.
- Benetrix, A. and P. Lane (2011). “*Financial cycles and fiscal cycles*”, mimeo, Trinity College Dublin.
- Bernanke, B., M. Gertler and S. Gilchrist (1999). “*The financial accelerator in a quantitative business cycle framework*”, in J. Taylor and M. Woodford (eds.), *Handbook of Macroeconomics*, Amsterdam, pp. 1341-393.
- Besomi, D. (2006). “*Tendency to equilibrium, the possibility of crisis, and the history of business cycle theories*” *History of Economic Ideas*, vol. 14(2), pp. 53–104.
- Boissay, F., F. Collard and F. Smets (2012). “*Booms and systemic banking crises*”, mimeo.
- Boone, L. (2000). “*Comparing semi-structural methods to estimate unobserved variables*”, OECD Working Papers, No. 240.
- Borio, C. (2007). “*Monetary and prudential policies at a crossroads? New challenges in the new century*”, *Moneda y Crédito*, 224, pp. 63–101. Also available as BIS Working Papers, No. 216, September 2006. “*Challenges and a way forward*”, *Annual Review of Financial Economics*, vol. 3, December, pp. 87-117. Also available as BIS Working Papers, No. 355, October.
- Jones and R. Pringle (eds.) “*The future of central banking*”, Central Banking Publications. Also available, in slightly extended form, as BIS Working Papers, No. 353, September.
- Borio, C. and P. Disyatat (2010). “*Unconventional monetary policies: an appraisal*”, The Manchester School, 78(s1), pp. 53-89, September. Also available as BIS Working Papers, No. 292, 2009, November.
- Borio, C., P. Disyatat and M. Juselius (2012). “*Rethinking potential output: embedding information from the financial cycle*”, BIS mimeo.
- Borio, C. and M. Drehmann (2009). “*Assessing the risk of banking crises – revisited*”, *BIS Quarterly Review*, March, pp. 29–46.
- Borio, C. and A. Filardo (2007). “*Globalization and inflation: new cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation*”, BIS Working Papers, No. 227, May.
- Borio, C., C. Furfine and P. Lowe (2001). “*Procyclicality of the financial system and financial stability: Issues and policy options*” in “*Marrying the macro- and micro-prudential dimensions of financial stability*”, BIS Papers, No. 1, March, pp. 1–57.
- Borio, C. and P. Lowe (2002). “*Assessing the risk of banking crises*”, *BIS Quarterly Review*, December, pp. 43–54.
- Borio, C., B. Vale and G. von Peter (2010). “*Resolving the financial crisis: Are we heeding the lessons from the Nordics?*”, *Moneda y Crédito*, 230, pp. 7-47. Also available as BIS Working Papers, No. 311, July.
- Borio, C., R. McCauley, and P. McGuire (2011). “*Global credit and domestic credit booms*” *BIS Quarterly Review*, September, pp. 43-57.
- Borio, C. and W. White (2003). “*Whither monetary and financial stability? The implications of evolving policy regimes*”, in *Monetary policy and uncertainty: adapting to a changing economy*, proceedings of a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas city, Jackson Hole, 28-30 August, pp. 131–211. Also available as BIS Working Papers, No. 147, February 2004.
- Borio C. and H. Zhu (2011). “*Capital regulation, risk-taking and monetary policy: a missing link in the transmission mechanism?*”, *Journal of Financial Stability*, December. Also available as BIS Working Papers, No. 268, December 2008.
- Brunnermeier, M., A. Crockett, C. Goodhart, M. Hellwig, A. Persaud and H. Shin (2009). “*The fundamental principles of financial regulation*”, *Geneva Reports on the World Economy*, No. 11.
- Bruno, V. and H. S. Shin (2011). “*Capital flows, cross-border banking and global liquidity*”,
- Burns, A. and W. C. Mitchell (1946). “*Measuring business cycles*”, National Bureau of Economic Research, New York.
- Caballero R., E. Farhi and P. Gourinchas (2008). “*An equilibrium model of global imbalances and low interest rates*”, *American Economic Review*, vol. 98(1), pp. 358–93.
- Caballero, R, T. Hoshi and A. Kashyap (2008). “*Zombie lending and depressed restructuring in Japan*”, *American Economic Review*, vol. 98, pp. 1943–77.
- Calvo, G., A. Izquierdo, and E. Talvi (2006). “*Phoenix miracles in emerging markets: recovery without credit from systemic financial crises*”, *American Economic Review*, vol. 96(2), pp. 405-410
- Calvo, G. and C. Reinhart (2002). “*Fear of floating*,”

- Quarterly Journal of Economics, vol. 107(2), pp. 379-408.
- Cecchetti, S., M. Mohanty and F. Zampolli (2010). "The future of public debt: prospects and implications", BIS Working Papers, No. 300, May.
 - Cecioni M., G. Ferrero and A. Secchi (2011). "Unconventional monetary policy in theory and in practice", Bank of Italy Occasional Papers, No. 102.
 - Martínez-García, E. and M. Wynne (2010). "The global slack hypothesis", Staff Papers, Federal Reserve Bank of Dallas, No. 10, September.
 - Meaning J. and F. Zhu (2012). "The impact of Federal Reserve asset purchase programmes: another twist", BIS Quarterly Review, March, pp. 23–32.
 - Mendoza, E. and M. Terrones (2008). "An anatomy of credit booms: Evidence from macro aggregates and micro data", NBER Working Paper 14049.
 - Metzler, L. (1960). "The process of international adjustment under conditions of full employment: A Keynesian view," paper presented at the Econometric Society, December; reprinted in Richard E. Caves and Harry G. Johnson, eds., Readings in international economics, Homewood, IL: Irwin, 1968.
 - Minsky, H. (1982). "Can 'it' happen again?", Essays on Instability and Finance, Armonk: M. E. Sharpe.
 - Mises, L. von (1912). "The theory of money and credit", Foundation for Economic Education 1971, reprint, New York.
 - Mishkin, F. (2007). "Estimating potential output", speech delivered at the Conference on Price measurement for monetary policy, sponsored by the Federal Reserve Bank of Dallas, Dallas, Texas, 24 May.
 - Nakaso, H. (2001). "The financial crisis in Japan during the 1990s: how the Bank of Japan responded and the lessons learnt", BIS Papers, No. 6, October.
 - Ng, T. (2011). "The predictive content of financial cycle measures for output fluctuations", BIS Quarterly Review, June, pp. 53-65.
 - Obstfeld, M. (2011). "Gross financial flows, global imbalances and crises", Twelfth L. K. Jha Memorial Lecture, Reserve Bank of India, 13 December.
 - Okun, A. (1962). "Potential GNP, its measurement and significance", Cowles Foundation, Yale University.
 - Peek, J. and E. Rosengren (2005). "Unnatural selection: Perverse incentives and the misallocation of credit in Japan", American Economic Review, vol. 95, pp. 1144-1166.
 - Perotti, R. (1999). "Fiscal policy in good times and bad", Quarterly Journal of Economics, vol. 114(4), pp. 1399–1436.
 - Philippon, T. (2008). "The evolution of the US financial industry from 1860 to 2007: Theory and evidence," NYU Stern Working Paper.
 - Price, R. and T.-T. Dang (2011). "Adjusting fiscal balances for asset price cycles", OECD Economics Department Working Papers, No. 868.
 - Rajan, R. (2005). "Financial markets, financial fragility and central banking", paper presented at The Greenspan era: Lessons for the future – Symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City; Jackson Hole, Wyoming, 25–27 August.
 - Ramaswamy, S. (2012). "The sustainability of pension schemes", BIS Working Papers, No. 368, January.
 - Reinhart, C. and V. Reinhart (2010). "After the fall", NBER Working Paper, No. 16334, September.
 - Reinhart, C. and K. Rogoff (2009). "This time is different: Eight centuries of financial folly", Princeton: Princeton University Press.
 - Roeger, W. and J. in 't Veld (2009). "Fiscal policy with credit constrained households", European Commission Economic Papers, No. 357, January.
 - Schularick, M. and A. Taylor (2009). "Credit booms gone bust: Monetary policy, leverage cycles and financial crises, 1870-2008", NBER Working Paper 15512, forthcoming in the American Economic Review.
 - Schumpeter, J. (1954). History of Economic Analysis.
 - London: Allen and Unwin Shin, H. (2011). "Global banking glut and loan risk premium", Mundell-Fleming Lecture, 12th Jacques Polak Annual Research Conference, IMF, Washington DC, 10-11 November.
 - Shirakawa, M. (2010). "Revisiting the philosophy behind central bank policy", speech delivered at the Economic Club of New York, April 22.
 - Smets, F. and R. Wouters (2003). "An estimated dynamic stochastic general equilibrium model of the Euro Area", Journal of the European Economic Association, vol. 1(5), pp. 1123- 1175.
 - Stock, J. (1987). "Measuring business cycle time", Journal of Political Economy, vol. 95(6), pp. 1240-1261
 - Suárez, J. (2010). "The Spanish crisis: background and policy challenges", CEPR Discussion Papers, No. 7909.
 - Svensson, L. (2011a). "Practical monetary policy: Examples from Sweden and the United States," Brookings Papers on Economic Activity, Autumn, pp. 289-332.
 - Tang, G. and C. Upper (2010). "Debt reduction after crises", BIS Quarterly Review, September, pp. 25-38.
 - Taylor, J. (2010). "Macroeconomic lessons from the Great Deviation", in D. Acemoglu and M. Woodford (eds.) NBER Macroeconomics Annual, vol. 25, pp. 387-95.
 - Tobin, J. (1961). "Money, capital, and other stores of value", American Economic Review, vol. 51, No. 2, pp. 26-37.
 - Tovar, C. (2005). "The mechanics of devaluations and the output response in a DSGE model: how relevant is the balance sheet effect?", BIS Working Papers No. 192, November.
 - Wicksell, K. (1898). Geldzins und Güterpreise. Eine Untersuchung über die den Tauschwert des Geldes bestimmenden Ursachen. Jena. Gustav Fischer (tr., 1936. Interest and prices: A study of the causes regulating the value of money, London: Macmillan).
 - Williams, J. (2011). "Unconventional monetary policy: Lessons from the past three years", FRBSF Economic Letters, 31.
 - Williamson, S. and R. Wright (2010). "New monetarist economics: Methods", in Federal Reserve Bank of St Louis Review, July/August, pp. 265-302.
 - White, W. (2012). "Ultra easy monetary policy and the law of unintended consequences", Federal Reserve Bank of Dallas Globalization and Monetary Policy Institute Working Paper No. 126, September.
 - Woodford, M. (2003). "Interest and prices: Foundations of a theory of monetary policy", Princeton: Princeton University Press.
 - Zarnowitz, V. (1992). "Business cycles: Theory, history, indicators and forecasting", Chicago: University of Chicago Press.

2. Crisis y caída: lecciones para la regulación

Oscar G. Solís L.³

La crisis financiera de 2008 tomó al mundo por sorpresa por la magnitud y la velocidad en afectar otros mercados, así como por la persistencia de la misma que era aparentemente inconcebible meses antes. En efecto, la crisis se apoderó de toda la industria financiera. El Director de Banca Corporativa y de Inversión de Deutsche Bank cuenta la anécdota que en la pantalla de su ordenador tenía un asiento en primera fila para ver cómo la crisis se extendía y cómo los movimientos extraordinarios de los mercados bursátiles golpeaban al sistema financiero y afectaban a las distintas instituciones financieras del mundo, a sus clientes, e incluso a países, y cómo los gobiernos se movilizaban para tratar de hacer frente al contagio que se extendía a través del sistema financiero como un incendio forestal, manifestando no sólo la impotencia sino el miedo que se esparció por la industria financiera mundial. Este contagio amenazaba con causar estragos en la economía global.

Si bien el alcance del pánico en los mercados financieros ha disminuido, estamos muy lejos de tener “*business as usual*”. La necesidad de sacar conclusiones significativas a partir de lo que sucedió en el cuarto trimestre de 2008 y cómo evitarlos sigue siendo urgente. En este sentido, un profesor de historia dijo que probablemente se tardará unos 50 años para poner estos dramáticos acontecimientos en un contexto verdaderamente apropiado ya que existen hechos que no han salido a luz pública o que están en marcha.

Analizando el pasado reciente

Es evidente (en retrospectiva) que la premisa que imperó a inicio del presente siglo sobre el comportamiento “eficiente” del mercado financiero, la estructura de la industria bancaria y el marco regulatorio no eran adecuados antes de 2008. En un mercado eficiente todos los títulos y valores están perfectamente valorados, por lo que no existen títulos sobrevalorados o infravalorados. El precio de los activos negociados en los mercados financieros refleja, en esa situación, toda la información conocida por los miembros del mercado y todas las creencias de los inversores sobre el futuro, lo cual –visto desde la actual perspectiva– no tiene mucho fundamento. Durante la era de la “Gran Moderación” existía la creencia generalizada de que los mercados se autocorregían y el mantra del regulador era un “toque ligero” o ligeras llamadas de atención a los mercados para corregirlos. Como Alan Greenspan señalaba, “Todas las matemáticas sofisticadas y la magia de los modernos computadores esencialmente se basaba en una premisa fundamental del mercado: que el propio interés de los propietarios y directivos de las instituciones financieras les llevaría a mantener una reserva suficiente contra la insolvencia, mediante la vigilancia activa y la gestión de sus posiciones de riesgo de sus empresas de capital.”

No sólo es este punto de vista del comportamiento del mercado que estuvo equivocado, sino también la estructura de la regulación. En el Reino Unido, la responsabilidad de la regulación de las entidades financieras individuales fue transferida en 1997 del Banco de Inglaterra (BOE) a la Autoridad de Servicios Financieros de reciente formación (FSA). El Banco, por su parte, se concentró en sus dos objetivos centrales: i) fijar la política monetaria conforme su mandato, y ii) mantener una visión general del sistema financiero en su conjunto. Como parte de esta última responsabilidad se publica un Informe de Estabilidad Financiera dos veces al año, de esta manera se proporciona un análisis en esta área desde la óptica del BOE. Mientras tanto, la Secretaría del Tesoro es responsable por la estructura global del sistema (autorizar instituciones, tener conocimiento del alcance global de los bancos y de bolsa de valores), de las intervenciones de compra y venta de títulos del gobierno en la bolsa de valores, lo cual tiene un rol clave en el sistema financiero y en las decisiones para solventar la actual crisis.

Este sistema tripartito es ampliamente criticado hoy en día, ya que no había ni una sola institución con el mandato, responsabilidad y competencia, para supervisar el sistema financiero en su conjunto, identificando tendencias potencialmente desestabilizadoras, y responder a ellas con acciones concertadas. En este sentido, el gobernador Paul Tucker ha manifestado que en algunas áreas básicamente no existía quien se encargara del sistema financiero. “En los años previos a la crisis, no existía una relación suficientemente estrecha entre el BOE y la FSA, las cuales estaban concentradas en sus propias responsabilidades. Por una parte, el BOE definía la política monetaria para alcanzar la tasa de inflación objetivo, mientras que la FSA supervisaba a las entidades financieras de forma individual, caso por caso. Por consiguiente, no teníamos una rueda en nuestra carreta y cuando llegamos a un mal camino nos dimos cuenta de ello.”

Si uno lee el Informe de Estabilidad Financiera, o discursos hechos por otros ejecutivos del BOE desde antes de la crisis, existen amplias advertencias acerca de la acumulación de riesgos en el sistema financiero que causó que la industria bancaria se resquebrajase en 2008. De hecho, hay tal vez demasiadas advertencias, es como cuando los abogados incluyen advertencias en los documentos para cubrir todos los riesgos posibles de una nueva emisión de valores que son generalmente ignorados por el consumidor.

Tabla 1

	Promedio 1997	Promedio 2002 ⁽⁴⁾	Promedio 2007 ⁽⁴⁾	Último valor
Ratio de apalancamiento a nivel agregado de los mayores bancos de UK	23.9 ⁽³⁾	21.3 ⁽⁴⁾	35.6 ⁽⁵⁾	23.7 (June 2011)
Ratio de la relación ingreso deuda de los hogares de UK	102%	123%	169%	152% (Q3 2011)
12 meses de crecimiento del crédito en UK al sector no financiero	n/a	10.23%	11.90%	-0.04% (Dec 2011)
Tasa de interés de largo plazo en UK	3.38%	2.41%	1.40%	0.1% (Dec 2011)

3 Este documento se basa en una conferencia impartida por Michael Cohrs, miembro del Comité de Política Financiera, Banco de Inglaterra, marzo de 2012, y no necesariamente representa la opinión de las Autoridades del Banco de Guatemala.

Para tener una idea de la acumulación de riesgos, en la tabla 1 se presentan ciertos indicadores de riesgo sistémico. Esta información fue citada por el Gobernador del Banco de Inglaterra recientemente en comparecencia que dio a la Comisión Especial del Tesoro de la Cámara de los Comunes (TSC).

Es evidente que el apalancamiento de los bancos y el endeudamiento de los hogares se evidencian como preocupaciones principales del informe ya que crecen de forma vertiginosa en pocos años.

Tabla 2
Major UK banks' tier 1 capital ratios

	1997	2002	2007	2011
Mediana	8.4%	8.5%	8.1%	11.6%
Mínimo	6.4%	7.3%	6.9%	9.6%
Máximo	14.1%	12.3%	9.7%	16.1%

En la tabla 2 se observa otra métrica, que fue ampliamente utilizada para evaluar la salud del sector bancario denominado "tier 1 capital" de los principales bancos de nivel del Reino Unido, el cual es la proporción de capital de un banco sobre el total de sus activos ponderados por riesgo (RWA).

Activos ponderados por riesgo son el total de todos los activos del banco ponderados por riesgo de crédito de acuerdo con una fórmula establecida por el ente regulador. Sin embargo, con esta medida, la certeza del problema no es evidente. El ente regulador estaba obsesionado con la relación de los bienes de capital y riesgo ponderados según lo estipulado por Basilea I y II. Pero tal vez no se tomó el suficiente tiempo para preocuparse por la calidad del capital, la forma en la que los bancos estaban calculando sus activos ponderados por riesgo o el tipo de métrica usado, lo que ha sido subrayado más recientemente por el Banco de Inglaterra. La atención era miope y (como sucedió) peligrosamente se centró en instituciones individuales.

Existió falta de apoyo, incluso cuando el Banco de Inglaterra señaló su preocupación cada vez mayor acerca de lo que estaba pasando en el sistema financiero. Como Mervyn King señaló en 2009: "El BOE se encuentra en una posición más bien como el párroco de una iglesia cuya congregación asiste a las misas de bodas y entierros, pero ignora los sermones en la mitad de la misa. Por lo tanto, no está del todo claro cómo el BOE podrá cumplir con su responsabilidad legal de nuevo si no podemos hacer nada más que dar sermones u organizar entierros".

Pánico

Hay ciertas fechas en la historia que se quedan grabadas en la mente. Fechas en las que pasa algo tan importante que dejamos todo lo que estábamos haciendo y nos centramos en el evento en cuestión. Para aquellos en la comunidad financiera, el 15 de septiembre de 2008 fue una fecha memorable. Nadie anticipó lo catastrófico que sería la quiebra de Lehman Brothers. Los mercados de capitales simplemente dejaron de funcionar. Los precios de los activos se movieron a niveles y forma surrealistas. Aunque los precios de los activos durante ese período estaban distorsionados, llevar a cabo lo que se denomina "mark to market" estaba mal ya que prácticamente todos los bancos en Europa y muchos bancos en todo el mundo habrían sido declarados insolventes si liquidaban sus activos a precios de mercado en la última parte del cuarto trimestre de 2008.

El contagio fue hacia el sistema financiero en su conjunto y la confianza del público se evaporó. Al inicio el pánico incipiente inicia en una especie de conversación vaga: ¿Es AB tan bueno como solía ser? ¿Han perdido dinero C y D? ¿Es mi crédito tan bueno como solía ser o es menos? Cada día el incipiente pánico crece y en vez de desaparecer aumenta como bola de nieve. Conforme el pánico crece, las sospechas se tornan más intensas y atacan a más instituciones y a más personas, volviéndose más virulenta que al inicio. Esta descripción es adecuada de lo que sucedió en la comunidad financiera durante 2008.

Hay muchos relatos sobre la respuesta de cada país en dicho momento. Mi recuerdo claro es la respuesta inmediata en los Estados Unidos de América por parte de la Reserva Federal por medio de la compra de activos tóxicos de los bancos para sacar el problema fuera del sistema financiero. Los que estamos en la comunidad financiera sabíamos que este enfoque no sería lo suficientemente rápido ni práctico para que se implementara de forma que se detuviera el problema. Fue en el Reino Unido donde se formuló un enfoque de inyecciones de capital y esto se convirtió en la herramienta estándar que se utilizó para evitar un colapso del sistema financiero mundial con un total de casi £125 billones que se inyectaron directamente al sistema bancario en la mayoría de los países del G-20. El gobierno del Reino Unido no tenía otra alternativa, si el dinero no se hubiera inyectado a los bancos locales, el sistema financiero se habría derrumbado llevándose consigo muchos otros bancos fuera y dentro del país y los problemas económicos que enfrentamos hoy en día se hubiesen multiplicado.

Las nuevas instituciones del sistema financiero británico

Poco a poco el sistema financiero ha resurgido de lo más profundo de la crisis de la historia reciente. En junio de 2010 el gobierno delineó los cambios sustanciales en la regulación del sector financiero en el Reino Unido. La Secretaría del Tesoro continuará con su función de determinar cómo utilizar los fondos públicos. Sin embargo, el sistema "tripartito" fue cambiado por un sistema denominado *twin peaks*, el cual tiene dos objetivos: (a) la regulación concreta de los participantes de los mercados financieros; y (b) la regulación macroprudencial del propio mercado financiero.

El nuevo paradigma adoptado resulta en una reorganización fundamental del modelo de regulación que hasta ahora existía (Banco de Inglaterra, Tesoro y FSA). Se prevé la desaparición de la FSA y un rol reforzado del Banco de Inglaterra que vuelve a situarse en el epicentro de la regulación financiera del Reino Unido. Así, pues, el nuevo modelo queda sujeto a la dirección de una nueva agencia, el Comité de Política Financiera, y a una regulación doble de naturaleza macroprudencial (Autoridad de Regulación Prudencial) y de naturaleza microprudencial (Autoridad de Conducta Financiera). Se prevé que haya participantes del sistema financiero supervisados por las dos autoridades (entidades doblemente-reguladas) en tanto que otros participantes sólo estarán regulados por la Autoridad de Conducta Financiera.

La Autoridad de Regulación Prudencial (Prudential Regulation Authority PRA) consistirá en una entidad subsidiaria del Banco de Inglaterra y se prevé que entre en funcionamiento a finales de 2012.

Al diseñar una entidad subsidiaria y no independiente, se mantiene la preeminencia del Banco de Inglaterra. Sus funciones recaerán sobre bancos de inversión, entidades de seguros y aquellas entidades que acepten depósitos del público (entidades de crédito).

Su misión principal es garantizar la estabilidad del sistema financiero británico mediante una supervisión de naturaleza macroprudencial por lo que no se prevén acciones disciplinarias bajo este régimen. Será responsable de autorizar y supervisar las entidades que queden sujetas a la regulación macroprudencial. Su función no es evitar que ocurran quiebras de los participantes, tarea ésta acaso imposible, sino garantizar que de ocurrir, ocurran de un modo ordenado y afecten lo mínimo posible al sistema financiero. Se calcula que la PRA regulará alrededor de 2,000 entidades. También está previsto que la PRA concentre sus acciones y esfuerzos en aquellas entidades y aspectos que supongan un riesgo sustancial para los mercados. Del mismo modo, será la entidad de supervisión que represente al Reino Unido en la Unión Europea y la encargada de cooperar con el resto de supervisores europeos e internacionales.

La Autoridad de Conducta Financiera (Financial Conduct Authority, FCA) velará por la conducta de todos los participantes del sistema financiero británico y, en particular, el mantenimiento de su correcto funcionamiento y la protección de los consumidores de servicios financieros. Así, pues, regulará la conducta de entidades tanto del mercado financiero minorista como del mayorista, incluyendo bolsas de valores y mercados extrabursátiles (también denominados *Over The Counter*, OTC). Entre sus funciones, sobresale: (a) Garantizar la protección de los consumidores; (b) Mantener la integridad y eficiencia de los mercados; (c) Ejercer de autoridad responsable en las emisiones de valores.

El Banco de Inglaterra actuará a través de una nueva entidad, el Comité de Política Financiera (FPC), entidad ésta incorporada al Banco de Inglaterra y con funciones macroprudenciales, concentrando así las funciones de supervisión más importantes en una sola entidad. Dada su dependencia del Banco de Inglaterra, el FPC estará dirigido por el propio gobernador del banco central. Entre sus funciones más importantes se prevé que incluya: (a) La vigilancia del sistema financiero del Reino Unido; (b) La supervisión del resto de entes reguladores; (c) Hacer recomendaciones a los distintos entes reguladores, el Tesoro y Tribunales con el fin de proteger la estabilidad financiera; (d) Elaboración de informes sobre la estabilidad financiera. Importa resaltar que las funciones y responsabilidades del nuevo FPC están directamente relacionadas con el alcance que la prevención del riesgo sistémico ha adquirido como mecanismo para evitar o, en su caso, mitigar, crisis similares.

El FPC interino tiene 11 miembros votantes: el gobernador, cinco ejecutivos responsables de supervisar el comportamiento de los mercados financieros del Banco de Inglaterra, el Presidente de la FSA y cuatro miembros externos. La FPC realiza sus reuniones formales sobre una base trimestral. La FPC tiene un ciclo de reuniones que dura alrededor de una semana. Se inicia con una reunión informativa sobre las condiciones financieras y económicas del mercado y las condiciones reglamentarias del mismo. La mayoría de veces, el gobernador, como presidente de la comisión, tiene por objeto llegar a un consenso entre los miembros del FPC sobre cualquier decisión de política.

Sin embargo, en muchas ocasiones se ha tenido que votar formalmente sobre algunas decisiones. La FPC también tiene frecuentes teleconferencias para tratar cuestiones urgentes o para celebrar un debate sobre un tema determinado. Promover una mayor transparencia del sistema financiero ha sido un tema importante de las discusiones iniciales del FPC.

Instrumentos de política del FPC

El FPC tiene la tarea de desarrollar un conjunto de indicadores y un juego de herramientas para garantizar que, en el futuro, el Banco de Inglaterra puede hacer más que dar sermones. La FPC ha sido invitada por el gobierno para prestar asesoramiento sobre las herramientas que necesita para que los legisladores y el gobierno los puedan apoyar. La FPC ha tenido un primer debate en sus reuniones de septiembre de tales herramientas, y se publicó un artículo en diciembre destacando los pros y los contras de las herramientas que se puedan necesitar. En este sentido, nos gustaría tener poderes sobre los requisitos sobre los préstamos hipotecarios y los requisitos mínimos de los mismos, restricciones de ingresos, los cuales podrían ser beneficiosos para promover la estabilidad financiera.

El FPC está en una posición difícil, ya que se enfrenta a un difícil acto de equilibrio entre la responsabilidad pública y la necesidad de independencia. Ciertamente, algunas de las decisiones que tendrá que hacer serán polémicas en el corto plazo y no será popular en las Cámaras de los Comunes. En mi opinión, el FPC debe aprender del Comité de Política Monetaria, que es ampliamente admirado en términos del proceso que utiliza. Muchas de las mismas cuestiones sobre la responsabilidad existían cuando se formuló el Comité de Política Monetaria. Sin embargo, la naturaleza de la conducción de la política monetaria es diferente a la que realiza políticas de estabilidad financiera. Por ejemplo, la mayoría de los datos necesarios para llevar a cabo la política monetaria puede hacerse pública y las decisiones pueden ser medidas contra un objetivo específico formulado por el ente rector, por ejemplo la tasa de inflación. Si los objetivos no se cumplen, se utilizan cartas explicando los motivos, se puede hacer público. Las cosas son más complicadas para el FPC. El tipo de datos necesarios para la política económica es a menudo sensible y debe mantenerse confidencial.

Qué se puede hacer a futuro para evitar otra crisis

Evitar una repetición de la crisis actual, sin duda, va a ser una tarea difícil y el proceso para establecer una regulación macroprudencial será largo y complejo. Pero luego que sea establecido, la recompensa será enorme. Se ha estimado que la actual crisis ha costado al Reino Unido hasta un 10% en pérdida del PIB o, en términos monetarios, £ 130bn desde el inicio de la crisis. Y esto se espera se mantenga durante algún tiempo. Para hacer exitosa la política implementada por el FPC, esta nueva institución deberá ser facultada para tomar decisiones que sean aplicables y que tengan impacto real. Si se crea un FPC que sólo sea capaz de proporcionar asesoramiento o dar sermones, esto no nos llevará muy lejos de donde estábamos cuando el mundo financiero fue golpeado por la crisis en 2008.

De cara al futuro hay mucho por hacer: el nuevo Proyecto de Ley de Servicios Financieros es objeto de debate actualmente; la

Unidad de Resolución Especial del Banco de Inglaterra necesita tener leyes adecuadas que permitan el cierre y liquidación de una entidad fallida; existen ciertas lagunas legales como el caso de una institución transfronteriza y la forma de cómo debería ser resuelto.

Hay trabajo que desarrollar para dar confianza sobre lo que podemos hacer frente a la quiebra de una institución financiera grande o importante, evitando el caos que nos envolvió después de Lehman. Si no somos capaces de resolver el problema de “demasiado grande para fracasar”, no se le está proporcionando a la sociedad el servicio público que debemos brindarle y en el futuro se le está poniendo en peligro.

Si pasa mucho tiempo desde la crisis hasta la entrada de vigencia de la nueva legislación, muchas de las lecciones aprendidas en la actual crisis pueden perderse (dado el actual apoyo de los ciudadanos para que los cambios se tomen en cuenta) y se creará nuevamente una legislación laxa y poco rigurosa a nivel mundial.