



Las perspectivas de la política macroprudencial contracíclica¹

El tema de este discurso es el ciclo del crédito y cómo los responsables de la política, encargados de la estabilidad financiera deben tomarlo en cuenta. El concepto en sí es difícil. La historia sugiere que hay períodos en los que el crédito en la economía crece y períodos en los que decae, a menudo después de un giro explosivo, y a pesar de que está asociado con el ciclo económico, la relación entre ambos es poco clara y muy discutida. El crecimiento del crédito en la economía no siempre está asociado con un mayor crecimiento y no siempre coincide con el ciclo económico. La larga acumulación del crédito en la economía del Reino Unido entre 2000-2007 –de 125% a 170% del PIB– no parece haber afectado mucho al crecimiento económico, que fue un poco mayor que su promedio de largo plazo.

Lo que sí sabemos, sin embargo, es que un crecimiento del crédito que termina explosivamente puede desencadenar una reversión rápida –una espiral de ‘desapalancamiento’– que conduzca a la economía real en un declive muy profundo, más grave y más persistente que el ciclo económico normal. Esto no es únicamente una lección de la literatura empírica. En el caso del Reino Unido, el PIB cayó alrededor de 6% durante la crisis y la recuperación desde entonces ha sido más lenta que la recuperación luego de la recesión de 1930.

Los responsables de la política económica en el Reino Unido han pasado gran parte de los últimos ocho años tratando de detener y revertir los vientos desfavorables a la recupe-



ración, inclusive el del desapalancamiento desordenado. Pero también han pasado parte de ese tiempo diseñando e implementando reformas para evitar la repetición de un episodio de este tipo.

Algunas de estas reformas incluyen la creación de instituciones, las autoridades macroprudenciales, como el Comité de Política Financiera (FPC, por sus siglas en inglés) del Banco de Inglaterra, encargado de evaluar el riesgo, variable en el tiempo, en el sistema financiero y de proveer a las instituciones las herramientas necesarias para hacer frente a tales riesgos.

Gran parte del enfoque del FPC en los primeros cuatro años de su existencia ha sido reforzar el marco normativo. Si bien queda mucho trabajo por hacer, el diseño de los principales elementos del marco está esencialmente completo. Ahora se está avanzando en la etapa de implementación. A medida que la economía del Reino Unido sigue creciendo, y cuando la política monetaria se normalice –que se espera sea de forma gradual– se tendrá cada vez más necesidad de

Contenido

1. Las perspectivas de la política macroprudencial contracíclicap. 1
2. ¿Qué hemos aprendido de las crisis en los últimos veinte años? p. 7

¹ Elaborado por Guisela Hurtarte. Resumen y traducción libre del discurso dictado por Sir Jon Cunliffe en *The Graduate Institute*, de Ginebra en noviembre de 2015. Sir Cunliffe es Vicegobernador de Estabilidad Financiera, miembro del Comité de Política Monetaria, miembro del Comité de Política Financiera y miembro de la Junta de Regulación Prudencial del Banco de Inglaterra.

pensar en el elemento variable en el tiempo, cómo el ciclo de crédito asociado se está desarrollando y cómo aplicar las reformas para hacer frente a esto.

Crédito agregado

Después de una recesión muy profunda y de una lenta recuperación, la economía del Reino Unido ha recuperado su nivel de crecimiento anterior a la crisis a mediados de 2013 y desde entonces se ha ido expandiendo constantemente. La previsión es que continúe creciendo alrededor de su promedio histórico de 11 trimestres durante los próximos años, impulsado por la demanda interna privada.

Las condiciones crediticias juegan claramente un papel importante en la recuperación y expansión de la economía hasta el momento. De hecho, el despegue de la economía a mediados de 2013 fue, según el autor, debido en parte a la flexibilización de las condiciones de crédito como consecuencia de la Financiación para el esquema de Préstamos (FLS, por sus siglas en inglés). Esta flexibilización sucedió en el momento en que el FPC interino elevó la cantidad de capital en el sistema bancario, con el acompañamiento de algunas advertencias sobre lo que sucedería al crédito y el crecimiento.

En las previsiones del Comité de Política Monetaria, las condiciones acomodaticias del crédito, junto al aumento salarial, soportan la demanda interna privada que impulsa el crecimiento económico a una tasa de alrededor de

2.6%. Desde el punto de vista del autor, parece que se ha entrado en una fase más normal del ciclo de crédito. Para la autoridad macroprudencial la pregunta es: ¿Cómo se debe establecer en qué punto se encuentran en el ciclo de crédito y cómo se evalúan los riesgos que se podrían generar? Como se mencionó al principio, el ciclo de crédito es un concepto útil pero no se puede medir directamente, ni calibrar fácilmente.

El crédito como porcentaje del PIB es obviamente un buen punto de partida. Para el Reino Unido es ahora alrededor de 140%, 35 puntos porcentuales menos que en 2009. Pero ¿es este un buen número en términos macroprudenciales? Las virtudes de crédito –facilitar la suavización del consumo, la adquisición de vivienda, la inversión y la gestión de riesgos– significan que más crédito no siempre es malo y la intensidad de crédito de una economía puede aumentar a medida que la intermediación se vuelve más eficiente. Pero 140% del PIB es alto para los estándares históricos y superior a la media del G7.

Un indicador importante, que ha sido útil en las crisis financieras del pasado, ha sido la brecha crédito-PIB, es decir, la diferencia entre la relación crédito-PIB en un punto dado en el tiempo respecto a su tendencia. Para el Reino Unido esa brecha se ubica actualmente en menos del 25%. ¿Eso sugiere que el crédito en la economía está 25% por debajo de donde debería estar? El problema, por supuesto, es que la brecha entre el crédito y el PIB mide el *stock* de crédito en la economía en relación con un promedio histórico. Para el Reino Unido, ese promedio incluye una acumulación sostenida de crédito privado no financiero del 115% del PIB en 1989 al 175% del PIB en 2009.

Por esta razón no se ha fijado un peso demasiado grande sobre la brecha crédito-PIB hasta la fecha. Observando los flujos en lugar de los niveles, el crecimiento del crédito al sector privado no financiero ha comenzado a aumentar, pero está creciendo lentamente, en términos históricos, en torno al 2.5%. Por supuesto, vale la pena destacar una vez más que la historia no es algo que se quiera necesariamente repetir. El crédito privado al sector no financiero creció en un promedio del 10% anual en el período de 20 años previos a la crisis.

Director Oscar Roberto Monterroso S.	Producción Sergio A. Hernández R. Leonel Enrique Dubón Q.
Consejeros Antonieta Gutierrez Rómulo Oswaldo Divas M.	Edición Juan Francisco Sagúí Argueta
Coordinador Ivar Ernesto Romero Ch.	Arte y Diagramación Juan Manuel Colorado H. Pedro Marcos Santa Cruz L.

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, estas 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.

Mirando a través de otra lente, el nivel de endeudamiento, la deuda agregada respecto al nivel de ingresos de los hogares en el Reino Unido es alrededor de 135%, por debajo de su nivel de crisis del 160%. Esta razón cayó bruscamente después de la crisis y se ha mantenido en torno a su nivel actual durante los últimos años. Pero a pesar de que está por debajo de su nivel anterior a la crisis, es más alta en términos históricos; la deuda promedio de los hogares con respecto a los ingresos entre 1990 y 2006 fue de 110%. La misma sigue siendo alta para los estándares internacionales; esta relación es alrededor de 85% en Alemania, un 110% en los Estados Unidos y 120% en España.

Poniendo todos estos indicadores agregados de alto nivel en conjunto, el nivel de crédito en la economía comienza a crecer de nuevo. No en los niveles anteriores a la crisis y de hecho por debajo de los promedios, los cuales incluyen la larga acumulación de crédito en la economía antes de la crisis. Pero es alto en términos históricos y es alto para los estándares internacionales.

Está claro que, por importantes que sean, estos indicadores de alto nivel pueden no estar vinculados mecánicamente a la evaluación del riesgo o a la acción para hacer frente a ella. Para construir una visión más completa de cómo el crédito está afectando el nivel de riesgo en el sistema financiero, es necesario profundizar en los componentes sectoriales del crédito y sus contrapartes en la economía.

Crédito a los hogares

El mayor componente del crédito bancario en la economía del Reino Unido es por supuesto el de los préstamos a los hogares y, dentro de este, la gran mayoría —alrededor del 90%— está asegurado en las viviendas. El crédito hipotecario es el mayor activo unitario en los balances de los prestamistas y el *stock* de los préstamos garantizados con viviendas es alrededor de 70% del PIB. El neto de los préstamos garantizados está aumentando a casi 3%, la tasa más alta desde finales de 2009.

Las tasas hipotecarias en el Reino Unido se encuentran en niveles muy bajos, por debajo del 2%. Algo de esto,

por supuesto, se debe a que la tasa oficial bancaria del Banco de Inglaterra ha sido cercana a cero desde el 2009. Sin embargo, en los últimos tres años, los costes de financiación de los bancos se han reducido y la competencia en el mercado hipotecario se ha intensificado, por lo que las tasas de interés hipotecarias han caído en promedio 2 puntos porcentuales.

Los préstamos sin garantía a los hogares son una proporción mucho menor del crédito, que representa solo el 12% de los préstamos a los hogares y alrededor de 10% del PIB. El *stock* de crédito al consumo permanece £30 millones por debajo de su pico de 2008. Sin embargo, está creciendo en torno al 8% anual. De nuevo esto es significativamente más bajo que antes de la crisis cuando creció alrededor de 12%. Gran parte del aumento ha sido en los préstamos sin garantía de tarjeta de crédito, así como préstamos personales y financiamiento para vehículos, la mayor parte del financiamiento para vehículos es proporcionado por entidades no bancarias.

Como es lógico, junto con el repunte de los préstamos garantizados y menores tasas hipotecarias se ha producido un aumento en la tasa de crecimiento de los precios inmobiliarios y un repunte de la actividad en el mercado de la vivienda. Los precios de la vivienda están creciendo a un poco menos de 6% al año. Las aprobaciones de hipotecas para adquisición de vivienda se han incrementado 10% durante el año.

El autor no considera que el papel de la autoridad macroprudencial deba ser controlar los precios de los activos, incluyendo los precios de las viviendas. Pero los aumentos de los precios de la vivienda y de la actividad del mercado inmobiliario pueden dar lugar a preocupaciones macroprudenciales. Si se financian con deuda, esto puede conducir a vulnerabilidades en los balances bancarios, aumentos excesivos en las tasas de deuda agregada respecto a los ingresos o cambios adversos en la distribución de la deuda. Fue esta preocupación la que llevó al FPC, en junio de 2014, a limitar el flujo de la deuda hipotecaria. No se han alcanzado los límites, pero como el mercado de la vivienda comienza a calentarse de nuevo lo más prudente es que se mantengan en su lugar.

El desarrollo clave en el mercado de la vivienda, sin embargo, ha sido el aumento de los préstamos hipotecarios a compradores de 'comprar para alquilar'. El sector de alquiler privado en el Reino Unido ha crecido rápidamente en los últimos 15 años, debido en parte a razones estructurales. El *stock* de préstamos hipotecarios de comprar para alquilar se ha incrementado de £65 mil millones a £200 mil millones en la última década. Está creciendo rápidamente en torno al 9% anual. Comprar para alquilar representa ahora el 16% de la hipoteca de valores en general y representó el 80% de los préstamos netos en el último año.

Las hipotecas de comprar para alquilar representan diferentes riesgos que las hipotecas de viviendas ocupadas por sus propietarios. No está claro cómo se comportarán los inversionistas de comprar para alquilar cuando las tasas de interés suban o cuando el crecimiento del precio de las viviendas se modere. El mayor capital inicial en comprar para alquilar puede significar que los inversores sean más resistentes a las pequeñas caídas en los precios de las casas y los mayores costos de mantenimiento que los propietarios ocupantes. Pero pueden ser más vulnerables a las caídas más grandes en los precios de las casas y los aumentos en las tasas que se extiendan más allá de su cobertura de alquiler. No es, en su opinión, del todo imposible que los movimientos bruscos en los precios y la pérdida de confianza en la futura revalorización del capital, en combinación con el aumento de las tasas de interés, podrían causar que un número sustancial de compradores para alquiler traten de salir del mercado. Aunque los inversores de comprar para alquilar son muy diferentes a los propietarios ocupantes, hay al final solo un mercado de vivienda en el Reino Unido. Así que el riesgo es que podrían amplificar un *shock* adverso al mercado inmobiliario.

El rápido crecimiento de cualquier tipo de actividad financiada siempre debe llevar al regulador macroprudencial a prestar atención con detenimiento. En la actualidad no parece haber una caída general de los estándares de crédito. De hecho, un número de prestamistas han endurecido sus criterios de cobertura de intereses en los últimos 12 meses. Pero como autoridad se debería, según el autor, al menos dar seguimiento a la actividad.

Crédito corporativo

A diferencia de los préstamos a los hogares y el mercado de la vivienda, los préstamos corporativos siguen siendo más moderados a pesar de que se están recuperando. La emisión de bonos ha sido responsable de la mayor parte del reciente aumento de la deuda. En dos años, a junio de 2015, las Corporaciones privadas no financieras (PNFC, por sus siglas en inglés) del Reino Unido aumentaron su nivel de endeudamiento en los mercados de capital por £22.9 mil millones y redujeron su endeudamiento en los bancos por £1.4 mil millones. En general la deuda neta de las PNFC del Reino Unido sigue estando 30% por debajo de su pico de 2009. El *stock* de préstamos a las PYME, que había estado disminuyendo por más de cinco años, ahora parece haberse estabilizado, aunque de cierta manera el crecimiento está en línea con la economía.

El crecimiento del componente del crédito de bienes raíces comerciales (CRE, por sus siglas en inglés) ha sido en el Reino Unido a menudo una fuente de vulnerabilidad. Los bancos del Reino Unido han sufrido grandes pérdidas en las carteras de CRE en la mayoría de las recesiones graves y la recesión posterior a la crisis no fue la excepción.

El mercado británico de CRE se está gestando. Las transacciones alcanzaron un récord de £81 mil millones en 12 meses hasta junio de 2015. Los precios han aumentado en un 10% durante el mismo período. Como los precios suben, los rendimientos medios se están deteriorando y ahora están alrededor de los niveles de 2005.

Esto no quiere decir que no hay interés macroprudencial en el mercado de CRE del Reino Unido por el momento. Una rápida caída en los valores de CRE podría afectar a la economía del Reino Unido a través de otros canales. Alrededor del 60% de los préstamos a las PYME y corporaciones más pequeñas se asegura con garantía en la propiedad por lo que una caída en los valores bien podría limitar la inversión. Existen en proceso iniciativas importantes para desarrollar una base de datos de la deuda de CRE y para explorar el uso de las valoraciones 'a través del ciclo'.²

² Ver Brazier, A. (2015) *Nurturing resilience to the financial cycle*, disponible en <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2015/speech850.pdf>

Según el autor, el panorama general del ciclo de crédito en el Reino Unido sugiere que se está entrando en una fase más normal. Las condiciones de crédito siguen siendo fáciles tanto para los hogares como para las empresas y el crédito está disponible fácilmente. El endeudamiento agregado es considerablemente inferior a los niveles anteriores a la crisis a pesar de que sigue siendo alto. Pero es un componente relativamente pequeño de la población total el que tiene crédito. Si bien se está viendo la competencia entre los prestamistas que empujan hacia abajo en las tasas, sobre todo en el mercado hipotecario, sin embargo, no se ha visto evidencia de un deterioro general de las normas de suscripción.

Política macroprudencial anticíclica

A medida que se avanza en el ciclo del crédito, se cree que se tendrá que considerar si los riesgos se están construyendo en el sistema financiero y cómo deben de ser tratados. Esto es, por supuesto, ya un habitual e importante elemento de los debates del FPC. Pero el autor supone que va a ser aún mayor en la próxima fase del ciclo.

Con eso en mente ¿cuál es el objetivo y el marco de la política macroprudencial variable en el tiempo?

Aquí se puede distinguir una serie de estrategias diferentes. La primera es no intentar hacer nada en absoluto. El segundo es establecer la política para tratar de mantener un grado constante de la capacidad de recuperación en relación con el riesgo. El tercero es usar la política activamente para apoyarse en el ciclo de crédito.

El autor afirma tener cierta simpatía por el enfoque de “no hacer nada en absoluto”. Mientras que los bancos centrales han, a lo largo de su historia, tratado de tomar alguna cuenta de los riesgos que se acumulan en el sistema financiero, las autoridades macroprudenciales explícitas y transparentes como el FPC con mandatos y objetivos distintos de la política monetaria y gestión macroeconómica son un nuevo desarrollo. Se tiene poca experiencia, en las economías avanzadas, con los sistemas financieros complejos de operar la política de regulación de manera que varía con el ciclo de crédito. Como se ha señalado al principio, el ciclo de crédito puede ser aún más difícil de alcanzar y difíciles de rastrear que el ciclo económico.

Por estas razones se puede argumentar que en lugar de tratar de operar la política variable en el tiempo, el mejor curso es asegurar que el marco regulador se establezca para evitar la acumulación de riesgo a lo largo del ciclo de crédito y, en la medida que no se pueda lograr esto, para tener suficiente capacidad de resistencia en el sistema para hacer frente a todas las eventualidades.

Ve, sin embargo, dos inconvenientes de este enfoque. El primero es porque la política no puede ser variada a través del tiempo, para lograr la estabilidad financiera que probablemente tiene que establecerse en todo momento en un nivel superior. Eso no solo puede ser ineficiente en términos económicos. También significa que la autoridad macroprudencial no tiene un marco y herramientas para aflojar la política de regulación para evitar las espirales de desapalancamiento de autorrefuerzo que entran en juego en la desaceleración del ciclo. En segundo lugar, es difícil saber a priori qué tan fuerte va a ser el siguiente ciclo de crédito y así dónde establecer la política.

El FPC se enfrentó a algunas de estas cuestiones en el diseño del marco de capital del Reino Unido. Su conclusión, informado por una evaluación de los costos y beneficios económicos, era que siempre se ha tenido la capacidad de variar los requerimientos de capital relacionados con apalancamiento anticíclico, de la misma manera que se podrían variar los requisitos de capital ponderados por riesgo, se podría establecer el mínimo requisito de apalancamiento en un punto más bajo.

El segundo enfoque consiste en tratar de mantener la resistencia global del sistema durante el ciclo. El marco subyacente regulatorio es, por supuesto, la intención de hacer frente a una amplia gama de riesgos. Se tiene la intención de mantener tales riesgos firmemente situados en la cola de la distribución. Pero la distribución de los riesgos cambia a través del ciclo. Un enfoque de la política macroprudencial es el objetivo de garantizar que los riesgos en la cola no aumenten con el ciclo de crédito es decir, que la capacidad de recuperación del sistema se mantiene en el tiempo y no cambia con la distribución de riesgos.

Las pruebas de estrés de los bancos pueden desempeñar un papel importante en la evaluación de la capacidad de recuperación a través del ciclo. Las pruebas de resistencia

proporcionan una evaluación de si las reservas de capital en poder de los bancos son suficientes para absorber pérdidas ante un estrés. Así que son muy adecuadas para guiar la calibración de las reservas de capital anticíclicas.

El Banco de Inglaterra está desarrollando un enfoque contracíclico a la prueba de estrés anual de los bancos. En lugar de aplicar un nivel constante de estrés de año en año, la severidad del estrés podría variar con el ciclo. Esto aumentaría cuando los riesgos se acumulan y decrecerían después de que han disminuido. Los parámetros del escenario –caída en el PIB, precios de los activos, el empleo, etc.– serían más graves durante los períodos de exuberancia, cuando el crédito y el precio de los activos estuvieran creciendo rápidamente y el sistema financiero estuviere menos preocupado con el riesgo. Los parámetros serían menos graves cuando la exuberancia se haya evaporado y los precios se hayan corregido, lo cual suele ser en el momento en que el sistema está más adverso al riesgo.

El objetivo es desarrollar este enfoque en los próximos tres años, a partir de la prueba de estrés de 2016. Junto con una evaluación periódica de los datos e indicadores, que será una parte clave de una visión prospectiva, los datos impulsarán un enfoque para el establecimiento de un colchón de capital anticíclico para los bancos del Reino Unido. Se han establecido más detalles en un documento reciente del Banco.³ Este enfoque tiene la intención de mantener la capacidad de resistencia del sistema a lo largo del ciclo. Pero claramente requiriendo a los bancos a mantener más capital muy probablemente tendrá también un efecto moderador.

El tercer enfoque para la política macroprudencial variante en el tiempo que se mencionó llevará esto más lejos. Sería fijar la política con el objetivo explícito de empujar de nuevo en el ciclo hasta que el nivel y, tal vez la composición del crédito, sea juzgado para ser más aceptable en términos de riesgo.

Se tiene la intención de limitar los riesgos derivados del creciente endeudamiento de los hogares y de las

vulnerabilidades macroeconómicas que esto crea. La acción fue prospectiva, se fijaron límites en un nivel por encima de la proporción de este tipo de hipotecas que se expidieron en el momento y de hecho no se han alcanzado aún.

La literatura y la teoría de la política macroprudencial están aun relativamente subdesarrolladas y se concentran en la regulación prudencial de los bancos y su papel en el ciclo del crédito. Pero lo que ha sido aparente para el autor es que los riesgos varían en el tiempo y que para hacerles frente es necesario dirigirse a algo más allá que el sistema bancario. La acción que se mencionó respecto al mercado inmobiliario es un ejemplo.

Conclusión

Mientras que el ciclo de crédito sigue siendo difícil de identificar con precisión, un elemento clave de la política macroprudencial es tratar de evaluar y hacer frente a los riesgos que se acumulan en el sistema financiero a lo largo del ciclo.

La política macroprudencial variable en el tiempo es difícil y hay mucho terreno nuevo para recorrer. Pero hay un beneficio a la hora de garantizar que el sistema financiero mantenga el poder de recuperación, mientras que la distribución de los riesgos sistémicos se mueve a través del ciclo y cuando sea necesario tratar de asegurar que estos riesgos no se acumulen sin control.

³ Ver *The Bank of England's approach to stress testing the UK banking system*, octubre 2015, disponible en <http://www.bankofengland.co.uk/financialstability/Documents/stresstesting/2015/approach.pdf>.

¿Qué hemos aprendido de las crisis en los últimos veinte años?¹

Han ocurrido muchas crisis económicas y financieras desde la crisis mexicana de diciembre de 1994, llamada “la primera crisis económica del siglo XXI”, ya que fue la primera economía emergente en la cual las raíces de la crisis se dieron en la cuenta de capital y no en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Luego de esta sucedieron las crisis del este asiático, la actual crisis japonesa inició también en los años 90, pero en ese momento no se consideraban posibles crisis en los países industrializados del norte de América y Europa. Los problemas en el este asiático fueron seguidos por crisis en Rusia, Brasil, Turquía y Argentina, las cuales ocurrieron durante la *Gran Moderación*, la cual se atribuyó principalmente al cambio de muchos países a un sistema de política monetaria de metas de inflación.

Luego en el 2008 sobrevino la *Gran Recesión* y la *Gran Crisis Financiera* en Estados Unidos, con profundas repercusiones mundiales. Siete años después las economías de Estados Unidos, Japón, la Eurozona y otras, como el Reino Unido, siguen esforzándose para regresar a niveles de crecimiento sostenibles, tasas inflacionarias cercanas al 2% y a tasas de política monetaria reales positivas, para con esto dejar atrás esta crisis.

La sabiduría popular, los hacedores de política y los investigadores ven oportunidades durante las crisis, afirmando que se debe aprender de ellas. Los hacedores de políticas económicas buscan aprender de las crisis, intentando mejorar y aprender para futuras ocasiones.

Las lecciones principales

Nos enfocaremos en las cinco principales lecciones, referentes al sistema financiero, su regulación y su supervisión.

1. Política monetaria en el “Zero Lower Bound”: Antes de la *Gran Recesión* los libros de texto usualmente

¹ Traducción libre y resumen de la publicación: What have we learned from the crises of the last 20 years? Remarks by Stanley Fisher, Vice Chairman Board of Governors of the Federal Reserve System at the International Monetary Conference, Toronto, Ontario, June 2015. Este resumen fue elaborado por Mariano José Gutiérrez Morales, Analista II del Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de Guatemala.

afirmaban que una vez las tasas de política alcanzaban niveles cercanos a cero, la política monetaria no podía ser más expansiva, esto se conocía comúnmente como una trampa de liquidez.

Luego de la quiebra de Lehman, la Fed inició las políticas de Flexibilización Financiera (QE, Quantitative Easing), en dos formas: primero, comprando activos de larga duración a gran escala, bajando así las tasas de largo plazo y haciendo la política monetaria, efectivamente más expansiva; y segundo, operando como *creador de mercado* de última instancia en mercados que, en el pánico, habían dejado de operar.

¿Funcionaron estas políticas? La evidencia econométrica nos confirma que sí. Los hacedores de política en muchos países han descubierto recientemente que el cero no es el límite más bajo para las tasas de interés. La razón es que existen costos por mantener dinero en efectivo, costos de almacenamiento y costos de seguro para cubrir el peligro potencial por robo o daño a la moneda. No sabemos aún qué tan bajo pueden caer las tasas de interés, pero sabemos ahora que pueden caer por debajo de cero.

2. Política monetaria en tiempos normales: La política monetaria debiera continuar en tiempos normales con sus objetivos de inflación, producto y desempleo. Los mandatos de los bancos centrales incluyen típicamente alguna mención para la estabilidad financiera. Sobre el papel, el enfoque del británico de tener comités paralelos de política monetaria y de supervisión financiera macroprudencial parece ser muy adecuado.

Otro punto es la utilización de los instrumentos de política, como la tasa de interés, para lidiar con la estabilidad financiera. No está claro si hay herramientas macroprudenciales suficientemente robustas para lidiar con los problemas de estabilidad financiera, sería sensato pensar en la posibilidad de utilizar las tasas de interés para este propósito, sobre todo si otras herramientas parecen no ser suficientes.

3. Política fiscal activa: La evidencia ha demostrado que la política fiscal funciona bien, casi en todas

partes, quizás especialmente bien cuando las tasas de interés están en su punto efectivo más bajo. Muchos economistas argumentan que es el momento en el que puede hacerse una política fiscal expansiva a un costo real bajo y reforzar la infraestructura de la economía. Este gasto tendría algunos efectos positivos que pesan más que el costo de financiamiento, como el aumento en la demanda agregada mientras se da la construcción de la infraestructura, y aumento en la oferta agregada cuando esta infraestructura entra en uso. Aun así debe tomarse en cuenta que una mayor deuda tiene un impacto en las tasas de interés futura y en la flexibilidad de la política fiscal futura.

- 4. Prestamista de última instancia, muy grande para caer y el riesgo moral:** El caso en el que el banco central es el prestamista de última instancia, es generalmente cuando ocurre una crisis de liquidez, no siempre en casos de crisis de solvencia. En principio, la distinción entre problemas de liquidez y de solvencia debiera ser la que guíe las acciones del banco central y del gobierno en una crisis financiera, aunque en una crisis esta es difícil de identificar.

Llevar a un banco a la quiebra sin un plan para continuar con sus actividades principales, desde el punto de vista del sistema financiero y de la economía, puede inducir a crisis de magnitud similar a la que le siguió a la quiebra de Lehman. Aquí es donde el riesgo moral aparece, porque podría parecer que los gobiernos salvarían a los bancos a expensas de los demás participantes del sistema económico. Pero ya que los argumentos en contra son difíciles de establecer, y el argumento del riesgo moral es muy fácil de ver, el sector público rehúye a ser prestamista y lo es solo en casos extremos.

Existe también el fenómeno de “Muy grande para caer” (*Too big to fail*). En este punto los hacedores de política deben elegir entre permitir que un banco muy grande, o sistemáticamente interconectado, caiga sin asegurarse que sus actividades continúen o “salvar” la institución financiera. Por “salvar” se hace referencia a que continúen sus operaciones principales para evitar una crisis financiera. Esto debe hacerse bajo un mecanismo efectivo de resoluciones, que prevenga que un banco sea muy grande para caer.

- 5. Regulación y supervisión del sistema financiero:** Cuando los gobiernos y los bancos centrales ven en

el horizonte posibles crisis, deben tomar decisiones en dos sentidos. Primero, acciones inmediatas y de corto plazo, en las que el objetivo es intervenir de manera que se prevenga una crisis masiva, a un costo futuro mínimo para la economía y la sociedad. Segundo, para el largo plazo, reconstruir el sistema financiero de manera que la probabilidad de tener que enfrentarse a tal situación nuevamente se reduzca a un nivel muy bajo. Estamos ahora en un punto difícil, las regulaciones han sido más fuertes y la evidencia nos muestra que se está saliendo adelante. Muchas veces los banqueros se quejan de las regulaciones, dando la sensación de que las crisis financieras son fenómenos del pasado, y más aún, asumiendo que no tuvieron nada que ver en las crisis anteriores. Debemos ser cuidadosos y no pensar que hemos puesto fin a las crisis financieras. Podemos fortalecer el sistema y reducir la frecuencia y severidad de las crisis, pero aún carecemos de la capacidad para imaginar, anticipar y prevenir todos los problemas futuros que el sector financiero pueda enfrentar.

Nadie debe subestimar los costos que la crisis financiera tuvo para Estados Unidos y para la economía mundial. La confianza en el sistema financiero y en el crecimiento económico ha sido fuertemente sacudida. Podrán pasar muchos años hasta que sepamos si estamos en una situación de estanflación secular o en un superciclo de deuda. En cualquier caso, hay evidencia fuerte de que la recesión no solo nos llevó a un nivel más bajo de producto, sino también a un nivel de crecimiento persistentemente menor.

Algunos afirman que este persistente crecimiento bajo nos llevó a la crisis financiera, lo cual es una posición difícil de aceptar si uno ha visto de cerca el comportamiento del sistema financiero a mediados de la última década. Con Basilea II se intentó que el sector privado manejara su riesgo de manera más eficiente y efectiva, ya que lo último que un banco quiere es quebrar; esto no funcionó como se esperaba, posiblemente porque sus incentivos estaban desalineados. Debemos ser cuidadosos, ya que el éxito de las reformas durante la crisis puede llevar a acomodarnos y a caer nuevamente en problemas del sistema financiero.

Este proceso puede llevarnos de un día a un infeliz desenlace. Usted, el regulador, y nosotros, los regulados, debemos trabajar fuerte por un largo tiempo y luego seguir trabajando fuerte, para reducir la frecuencia y la magnitud de las futuras crisis.