



Política monetaria y estabilidad financiera¹

Juan Carlos Arriaza Herrera²

I. Introducción

Un tema de interés para muchos banqueros centrales y macroeconomistas es la interacción entre política monetaria y estabilidad financiera. Como se sabe, la política monetaria tiene efectos importantes sobre los mercados financieros, el sistema financiero y la economía en general. Por su parte, la estabilidad financiera, reduciendo la provisión de crédito y otros servicios financieros, puede disminuir el crecimiento económico, causar pérdidas de trabajo, y empujar la inflación a niveles bajos. En consecuencia, la estabilidad financiera, a través de sus efectos sobre los dos objetivos de política de la Reserva Federal (pleno empleo y estabilidad de precios), debe tomarse en cuenta en la determinación de la política monetaria.

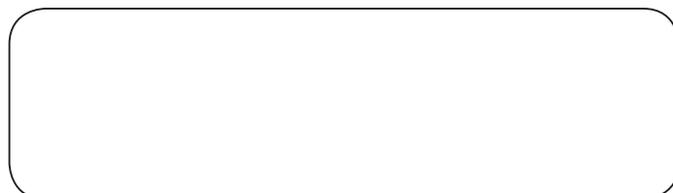
En este contexto, la pregunta, un tanto compleja, es si la política monetaria debe ser usada para promover la estabilidad financiera. Esta pregunta es objeto de intensos debates en una extensa y creciente literatura académica, y cualquier respuesta debe estar sujeta a un análisis considerable. Al mismo tiempo, existe la percepción de que el balance está claramente inclinado hacia la conclusión de que las políticas macroprudenciales pueden estar mejor orientadas a promover la estabilidad financiera que la política monetaria.³

Antes de discutir las lecciones de investigaciones pasadas, es importante resaltar que esta pregunta no es exclusivamente académica. La economía, la política monetaria y la estabilidad financiera están entrelazadas. Por ejemplo, las tres recesiones anteriores fueron precedidas por una combinación de un incremento en el precio de los activos, aumentos rápidos en préstamos de las empresas y hogares, y asumir riesgos excesivos en el sector financiero. Estas vulnerabilidades financieras han amplificado los choques adversos a toda la economía una y otra vez. Tales preocupaciones han resurgido entre algunos observadores, debido a que la larga expansión actual ha llevado el crédito comercial a niveles altos. La evaluación que hace Mr. Quarles, es que a pesar de que la deuda comercial es elevada, el riesgo general de inestabilidad financiera no lo es, ya que el sector financiero tiene una capacidad de absorción de pérdidas sustancial y no depende demasiado de una financiación inestable a corto plazo. Sin embargo, incluso si el riesgo de interrupción del sistema financiero no parece alto, es verdad que, si la economía se debilita, algunos negocios pueden incumplir esta deuda, lo que podría conducir a una contracción de la inversión, una desaceleración de la contratación y posiblemente a un ajuste inusual en las condiciones financieras. Estos problemas destacan los factores cíclicos que afectan a los prestatarios y que influyen en la política monetaria, pueden superponerse con las consideraciones de estabilidad financiera.

¹ Resumen y traducción libre del discurso dictado por Randal K. Quarles, en la conferencia de investigación "Developments in empirical macroeconomics", con el auspicio de *the Federal Reserve Board and the Federal Reserve Bank of New York*, en Washington, D. C. Randal K. Quarles es *Vice Chair for Supervision, Board of Governors of the Federal Reserve System*.

² Analista de la Sección de Modelos Macroeconómicos del Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de Guatemala

³ Estas observaciones son puntos de vista del autor, no necesariamente representan los de la Junta de la Reserva Federal o el Comité Federal de Mercado Abierto.



II. Cómo la política monetaria puede influir en la estabilidad financiera

¿Cómo puede influir la política monetaria en la estabilidad financiera? La política monetaria que opera principalmente a través del ajuste en el nivel de las tasas de interés a corto plazo, tiene efectos importantes en todo el sistema financiero. Una política monetaria más acomodaticia reduce las tasas de interés en todo el rango de vencimientos. El análisis de un libro de texto es que las tasas hipotecarias y las tasas de préstamos corporativos, entre otros, disminuyen; los precios de las acciones suben; y el tipo de cambio se deprecia. En otras palabras, las condiciones financieras se alivian en general, estimulando a los hogares a comprar más y a las empresas a invertir y contratar, apoyando así el crecimiento económico y la estabilidad de precios.⁴ Sin embargo, la política monetaria, si es demasiado acomodaticia, puede generar una acumulación de vulnerabilidades financieras. Estos incentivos llegan a través de varios canales. Por ejemplo, las bajas tasas de intereses reducen el costo de los préstamos y, por lo tanto, pueden hacer que los negocios y los hogares se endeuden. Las tasas bajas pueden conducir a una burbuja especulativa al comprimir las primas de riesgo de los activos, como acciones, bonos corporativos y vivienda, y potencialmente llevar a los inversores a extrapolar las ganancias de precios en el futuro en un episodio de "exuberancia irracional". Las tasas bajas también pueden minimizar las ganancias de los intermediarios financieros a través de márgenes de interés estrechos y otros factores. A su vez, estos intermediarios, así como los inversores que habían prometido tasas de rendimiento nominales fijas, como las compañías de seguros y los fondos de pensiones, pueden salir a buscar rendimientos más altos o asumir más riesgo de crédito o de plazo en sus carteras para mantener altos rendimientos. Llevado a los extremos, esta historia a menudo no termina bien. Los períodos de apalancamiento excesivo,

⁴ Para revisiones de los diversos canales de transmisión de la política monetaria a la economía real, ver Bernanke y Gertler (1995), Kiley, and Minshkin (2010).

Contenido

1. Política monetaria y estabilidad financierap. 1
2. Importancia de las expectativas de inflaciónp. 3

el rápido crecimiento del crédito o el sentimiento optimista del mercado crediticio aumentan el riesgo de crecimiento económico.⁵

Estas dinámicas apuntan a la posibilidad de que la política monetaria acomodaticia, si bien es necesaria para apoyar la actividad durante las primeras etapas de una expansión económica, también puede aumentar las vulnerabilidades en el sistema financiero, especialmente si se mantiene durante demasiado tiempo. Estas vulnerabilidades debilitan la capacidad del sistema financiero para absorber choques negativos y, por lo tanto, cuando un choque negativo se materializa, aumentan las pérdidas, el sistema financiero se debilita, los préstamos se desaceleran y la actividad económica se desacelera más de lo normal, lo que podría conducir a una recesión económica o a una recesión más severa.

III. ¿Deberían las vulnerabilidades financieras afectar la postura de la política monetaria?

Estas observaciones conducen a la pregunta importante sobre si las vulnerabilidades financieras deberían influir en la determinación de la política monetaria, y de ser afirmativa la respuesta: ¿cómo deberían influir? Un marco simple para evaluar las compensaciones asociadas con el establecimiento activo de una política monetaria para contrarrestar la acumulación de vulnerabilidades financieras es examinar los costos y los beneficios de dicha política en términos de desempleo e inflación. En este enfoque, los costos de implementar una política monetaria restrictiva en respuesta a una acumulación de vulnerabilidades financieras son un menor empleo y una inflación potencialmente inferior a la meta en el corto plazo. Los beneficios posiblemente reducen el riesgo de una futura crisis financiera, un evento probablemente asociado con una caída mucho mayor en el empleo y la inflación.

Una opinión es que la política monetaria limita moderadamente los préstamos a los hogares y empresas, pero puede aumentar notablemente la tasa de desempleo. Y así, usar la política monetaria para reducir los préstamos hace más daño que bien. Según este punto de vista, el uso de la política monetaria para contrarrestar las vulnerabilidades financieras no genera beneficios netos y puede ser contraproducente: aumenta el desempleo y disminuye la inflación por debajo del nivel deseado con una pequeña reducción de los riesgos para obtener estabilidad financiera. Al mismo tiempo, algunos investigadores han identificado circunstancias bajo las cuales el beneficio del uso de la política monetaria para contrarrestar las vulnerabilidades financieras podría superar los costos. Una consideración clave es la cantidad estimada de la actividad económica perdida en una crisis financiera, y algunas investigaciones sugieren que tales pérdidas pueden ser bastante grandes, lo que aumenta los beneficios del uso de la política monetaria para contrarrestar los desequilibrios. Del mismo modo,

⁵ Ver, entre otros, Schularick and Taylor (2012); López-Salido, Stein, and Zakrajsek (2017); Mian, Sufi, y Verner (2017); Adrian, Boyarchenko, Giannone (2019); and Kiley (2018).

Director	Producción
Johny Rubelcy Gramajo M.	Sergio Armando Hernández R. Ronald Vinicio Ruiz Alonzo
Consejeros	
Armando Felipe García Salas A.	Edición
Edgar Rolando Lemus R.	Juan Francisco Sagúí Argueta
Coordinador	Arte y Diagramación
Ivar Ernesto Romero Ch.	Pedro Santa Cruz
Impresión:	
Sergráfica, S.A.	

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.

la política monetaria puede afectar un amplio rango de desequilibrios financieros –precios excesivamente altos para vivienda o el capital y apalancamiento dentro de los sistemas financieros– y el conjunto completo de estos efectos podría alterar el riesgo de inestabilidad financiera lo suficiente, al menos en algunas circunstancias, para hacer más deseable el uso de la política monetaria para contrarrestar las vulnerabilidades financieras. El punto importante es que no entendemos completamente la compensación costo-beneficio y si los ajustes de la política monetaria por razones de estabilidad financiera pueden ser apropiados en ciertos episodios.

IV. ¿Hacia dónde va la política macroprudencial?

Por supuesto, hay un factor adicional y crítico a considerar al comparar los ajustes a la postura de la política monetaria por razones de estabilidad financiera: la disponibilidad y eficacia de otros instrumentos para promover la estabilidad financiera. Después de todo, la búsqueda de objetivos múltiples –pleno empleo, estabilidad de precio y estabilidad financiera, por ejemplo– probablemente requiera múltiples instrumentos. Esto es sentido común. Los economistas tienen un nombre para esta noción de sentido común: el principio de Tinbergen.

Las herramientas eficaces de supervisión, regulación y política macroprudencial parecen estar bien diseñadas para abordar las vulnerabilidades financieras. En particular, estas herramientas se pueden utilizar para aumentar la capacidad de recuperación del sector financiero contra una amplia variedad de choques adversos y, tal vez, para contrarrestar la acumulación de vulnerabilidades financieras específicas. En la Reserva Federal, se han enfatizado un conjunto de políticas estructurales, reguladoras y de supervisión como las principales herramientas macroprudenciales para promover la estabilidad financiera. Estas medidas incluyen fuertes requerimientos de capital y liquidez para los bancos, especialmente las instituciones más grandes y sistémicas. Además, las supervisiones de las pruebas de estrés financiero evalúan la capacidad de los grandes bancos para enfrentar una situación económica severa y el fracaso de su contraparte más grande, así como también examinan las prácticas de gestión de riesgos de las empresas. Además, los escenarios de las pruebas de estrés están diseñados para ser más severos durante los períodos de prosperidad económica cuando las vulnerabilidades pueden acumularse. Además, las pruebas de estrés financiero consideran los posibles efectos de riesgos específicos que se han identificado en el trabajo de monitoreo de estabilidad financiera. Por ejemplo, las pruebas en los últimos años han incluido tensiones severas hipotéticas en los mercados de deuda corporativa, explorando la respuesta de los bancos participantes a los riesgos asociados con el aumento de los préstamos comerciales. Además, la Reserva Federal monitorea una amplia gama de indicadores en busca de signos de riesgos potenciales para la estabilidad financiera que puedan merecer una respuesta de política, y ahora actualmente se publica un resumen de este monitoreo en el informe semestral de estabilidad financiera.

A pesar de todos estos esfuerzos, estas herramientas tienen limitaciones. Primero, la experiencia de los banqueros centrales con herramientas macroprudenciales es limitada. Segundo, las herramientas de regulación y las macroprudenciales pueden reducir la eficiencia económica y obstaculizar el crecimiento económico al limitar la capacidad del mercado para asignar recursos financieros. Por esta razón, la Reserva Federal ha estado evaluando formas en que los objetivos de supervisión y estabilidad financiera puedan lograrse de manera más eficiente, y ha estado participando en los esfuerzos globales para evaluar los efectos de las reformas bajo los auspicios de la Junta de Estabilidad Financiera. Tercero, las políticas macroprudenciales dirigidas a los bancos pueden crear un incentivo para la intermediación financiera para migrar fuera del sistema bancario regulado. Las vulnerabilidades aún pueden surgir, aunque en otras partes del sistema financiero, tal vez en instituciones

o estructuras que son menos estables y resistentes que los bancos. En parte, reflejando estos incentivos, monitoreamos regularmente la intermediación financiera tanto dentro como fuera del sistema bancario.

V. Resumen

En resumen, aunque existe evidencia de que las vulnerabilidades financieras tienen el potencial de traducirse en riesgos macroeconómicos, ha surgido un consenso de que la política monetaria debe guiarse principalmente por las perspectivas de desempleo e inflación y no por el estado de las vulnerabilidades financieras. La capacidad de recuperación del sistema financiero, respaldada por fuertes políticas regulatorias y de supervisión, durante todo el ciclo, sigue siendo una defensa clave en contra de las vulnerabilidades del sistema financiero y las perturbaciones macroeconómicas.

Existe una clara necesidad de nuevas teorías e investigación empírica, para abordar las preguntas sobre política monetaria y estabilidad financiera que se han planteado. La exhortación es a seguir trabajando en la búsqueda de respuestas. Contar con la ayuda de una comunidad académica más amplia, y conferencias como esta brindan una oportunidad invaluable para avanzar en temas de gran importancia para la política económica.

Referencias

- Adrian, Tobias, Nina Boyarchenko, y Domenico Giannone (2019). "Vulnerable Growth," *American Economic Review*, vol. 109 (April), pp. 1263-89.
- Adrian, Tobias, y Nellie Liang (2018). "Monetary Policy, Financial Conditions, and Financial Stability," *International Journal of Central Banking*, vol. 14 (January), pp. 73-131.
- Ajello, Andrea, Thomas Laubach, David López-Salido, y Taisuke Nakata (2019). "Financial Stability and Optimal Interest Rate Policy," *International Journal of Central Banking*, vol. 15 (March), pp. 279-326.
- Bermanke, Ben S., y Mark Gertler (1995). "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission," *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9 (Fall), pp. 27-48.
- Boivin, Jean, Michael T. Kiley, y Frederick S. Mishkin (2010). "How has the Monetary Transmission Mechanism Evolved over Time? In Benjamin M. Friedman and Michael Woodford, eds., *Handbook of Monetary Economics*, 1st ed., vol. 3. Amsterdam: Elsevier, pp. 369-442.
- Gourio, Francois, Jae W. Sim, y Anil K. Kashyap (2018). "The Trade Offs in Leaning against the Wind," *IMF Economic Review*, vol. 66 (March), pp. 70-115.
- Kiley, Michael T. (2018). "Unemployment Risk," Finance and Economic Discussion Series 2018-067. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, September, <https://dx.doi.org/10.17016/FEDS.2018.067>.
- López-Salido, David, Jeremy C. Stein, y Egon Zakrajsek (2017). "Credit-Market Sentiment and the Business Cycle," *Quarterly Journal of Economics*, vol. 132 (August), pp. 1373-1426.
- Mian, Atif, Amir Sufi, y Emil Vernet (2017). "Household Debt and Business Cycles Worldwide," *Quarterly Journal of Economics*, vol. 132 (November), pp. 1755-1817.
- Schularick, Moritz, y Alan M. Taylor (2012). "Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870 - 2008," *American Economic Review*, vol. 102 (April), pp. 1029-61.
- Svensson, Lars E. O. (2014). "Inflation Targeting and 'Leaning against the Wind,'" *International Journal of Central Banking*, vol. 10 (June), pp. 103-114.

Importancia de las expectativas de inflación¹

I. Introducción

En Alemania, a principios del siglo XX, el matemático Wilhem von Osten presentó al mundo a Kluger Hans, un caballo capaz de realizar operaciones aritméticas. El equino interpretaba las instrucciones proporcionadas por su entrenador y respondía dando golpes al suelo con sus pezuñas. El caballo protagonizó grandes presentaciones públicas al punto de popularizarse internacionalmente. Dada la supuesta inteligencia del animal, se creó una comisión con el fin de investigarla, la cual concluyó que el caballo no era capaz de realizar estas operaciones mentalmente, sino que observaba los gestos y movimientos de su entrenador, los cuales había asociado a la respuesta correcta del problema planteado, es decir: el caballo reaccionaba a las expectativas de su entrenador.

El caso de Kluger Hans es uno de muchos ejemplos en donde un fenómeno es afectado por las expectativas sobre el mismo. Específicamente podemos encontrar con este efecto en una variable de suma importancia para la política monetaria: la inflación. A manera de ejemplo, imaginemos una economía en donde todos los agentes dentro de ella se ven afectados por la misma inflación. Los agentes, tal como el entrenador de Kluger Hans, reaccionan a dicha inflación con sus expectativas, cambiando sus patrones de consumo y así, finalmente, alterando la inflación en la dirección

de sus expectativas. Dicho ejemplo se abstrae del resto de componentes que añaden complejidad a una economía, dejando de manifiesto la importancia de las expectativas en la política monetaria.

II. Diferentes expectativas de inflación

Desde la introducción de las expectativas racionales (1961), las expectativas de inflación han tomado un papel clave dentro de la teoría y política monetaria debido a que esta influye directamente a la inflación. Posteriormente, con la estanflación inglesa de 1970, se hizo evidente que era necesario anclar las expectativas de inflación de los agentes para que las medidas de política monetaria fueran efectivas. Esto se incluye de forma explícita en las estimaciones actuales de la curva de Phillips.

Dada la gran importancia de las expectativas, surge la pregunta: ¿Qué agentes son relevantes para la política monetaria? y ¿Cómo medir las expectativas de dichos agentes? En términos de presiones inflacionarias provenientes del mercado de bienes y trabajo, podría ser apropiado considerar las expectativas de inflación de las firmas y de los hogares, dado que estas se encuentran involucradas en dichos mercados. Mientras tanto, las encuestas a expertos pueden reflejar un mayor conocimiento respecto a la política monetaria y las intenciones del banco central. Además de la información proveniente de encuestas, se pueden encontrar indicadores de expectativas de inflación dentro de las señales del mercado financiero. Sin embargo,

¹ Mauricio Vargas Estrada, Departamento de Investigaciones Económicas, Sección de Modelos Macroeconómicos, Banco de Guatemala

dichos indicadores también se ven afectados por las preferencias de los inversores. Como resultado, dichos indicadores tendrán desviaciones respecto a las expectativas de inflación provenientes de las encuestas.

Las dificultades que se presentan al medir y analizar las expectativas son variadas: primero, se carece de información frecuente y detallada sobre las expectativas de los hogares y de las firmas; y segundo, es difícil identificar a las personas involucradas dentro del proceso de formación de precios dentro de una firma. Respecto a las encuestas a los hogares, el enfoque es más directo de implementar, teniendo la ventaja de que las mismas pueden arrojar información del mecanismo de transmisión de la política monetaria. Las expectativas de inflación de los hogares están directamente relacionadas a sus intenciones de compra y, por lo tanto, afectarán al consumo privado.

III. Expectativas de inflación de los hogares: experiencia en Inglaterra y Alemania

La experiencia de bancos centrales en el mundo, respecto a encuestas de expectativas de inflación a los hogares, han mostrado diferentes características: primero se presentan grandes dispersiones entre diferentes grupos demográficos; y segundo, una parte significativa de la población no sabe qué es la inflación. Los bancos centrales más exitosos en materia de comunicación de inflación presentan encuestas de expectativas con porcentaje de desconocimiento y dispersión menores.

En el caso del banco central de Inglaterra se observó que las expectativas de inflación se encuentran altamente influenciadas por las percepciones, es decir, lo que los agentes piensan que realmente es la inflación. Para conocer dichas percepciones, optaron por preguntar dentro de la encuesta el modo en que los encuestados creen que la inflación ha cambiado a lo largo de los 12 meses pasados. Además, se apreció que dichas expectativas tienden a estar sobre el nivel del IPC (Índice de Precios al Consumidor), lo cual podría obedecer a que dichos agentes no se refieren a la misma canasta de bienes utilizada para el cálculo de dicho índice.

Adicionalmente se observó que los hogares tienden a errar en el seguimiento de la volatilidad de la inflación, esto debido principalmente a factores psicológicos, ambientales y educativos en materias financieras. Los factores psicológicos responden a la canasta de precios que se le da seguimiento, principalmente a la conformada por alimentos y energía. Los factores ambientales se relacionan al valor agregado de volatilidad de la inflación, siendo menor el interés de los hogares que pertenecen a países con baja tasa de inflación. Esto se puede explicar parcialmente

por medio de la inatención racional, la cual argumenta que, derivado de que la atención es un recurso escaso, esta se destina a los mejores usos. Si la inflación permanece baja y estable, es posible que atender su volatilidad no sea un uso racional de este recurso escaso. Finalmente, la educación financiera se refiere a la capacidad de procesar datos de naturaleza económica para tomar decisiones financieras. Las personas que poseen mayor educación financiera tienden a tener una mejor idea de qué es la inflación y, en consecuencia, son capaces de tomar mejores decisiones de consumo y de ahorro.

Una alternativa propuesta e implementada experimentalmente por el Banco Federal de Alemania es la encuesta mensual de los hogares por medios electrónicos. Dicha encuesta se enfocó en las expectativas de los consumidores sobre inflación y el desarrollo del mercado real. La fase preliminar finalizó en julio del 2019, encontrando que la mediana de las expectativas de inflación de los encuestados se encuentra anclada alrededor de la meta de inflación, siendo un porcentaje aproximado del 4% el que presentó perspectivas de un alza en la inflación. Además de esto, los resultados variaban respecto al nivel de ingresos y escolaridad de dicho país, siendo esto consistente a estudios previos en la materia.

IV. Conclusión

Desde el descubrimiento del efecto “Clever Hans” y la importancia de la influencia de las expectativas respecto a la variable observada, hasta la importancia del anclaje de las expectativas de inflación como una herramienta para hacer más eficientes los mecanismos de política monetaria, se hace evidente la gran relevancia que tiene la adecuada medición de las expectativas de inflación. Los bancos centrales deben tener un especial cuidado en seleccionar quiénes y cómo medir las expectativas dentro del contexto en el cual se encuentran sumergidas, estudiar cómo la población forma sus expectativas respecto a sus factores psicológicos, ambientales y educacionales, y promover diferentes mecanismos de comunicación para mejorar el entendimiento de la población respecto a este a tema, con el fin de hacer más eficiente este mecanismo.

Referencias

- Tenreiro, S. (2019). Understanding Inflation: Expectations and Reality. Ronald Tress Memorial Lecture (págs. 1-19). London: Bank of England.
- Weidmann, J. (2019). Expectations matter. Welcoming remarks at the Joint Conference on Household Expectations (págs. 1-5). Frankfurt: Deutsche Bundesbank.

