

La política económica frente a la inestabilidad financiera

Dos grandes acontecimientos marcaron la política económica en el siglo XX: la Gran Depresión, entre 1929 y 1939, y la estanflación¹ de la década de 1970. En estos dos episodios, EE. UU. sufrió sus mayores tasas de paro de todo el siglo XX, con más de un 25% de parados en 1933, un 20% en 1938 y un 10,8% en 1982. Ambos episodios sacudieron los pilares teóricos de los economistas y el papel de la política económica. Así, tras la Gran Depresión, emergió el keynesianismo y su énfasis en políticas económicas que gestionaran la demanda, mientras que la estanflación dio lugar a la revolución neoclásica y a un nuevo consenso en el que se encargaba a la política monetaria garantizar una inflación moderada y estable. Este consenso resistió hasta el siguiente gran episodio, que se produjo en 2007 con el estallido de una crisis financiera global y la llamada Gran Recesión (2007-2009), en el que se alcanzó el mayor pico de paro desde principios de los años 1980. A continuación, veremos que la inestabilidad financiera es el elemento clave para entender los cambios que este último episodio está provocando en la política económica.

El consenso macroeconómico emergido en los años ochenta asignó a la política económica el encargo de estabilizar la inflación y el crecimiento de la actividad. De hecho, existía la creencia de que el sector financiero tenía una tendencia natural a autoestabilizarse y, en lo que se refiere a la estabilidad financiera, la política económica se limitaba a supervisar la salud de las principales instituciones. Sin embargo, como muestra el gráfico, entre 2002 y 2007, latentes detrás de una inflación y un crecimiento económico estables, se acumularon importantes desequilibrios financieros. Además, las crecientes interconexiones entre los distintos subsectores financieros dieron lugar a fuentes de riesgo sistémico que la supervisión, sin una perspectiva de conjunto, no alcanzaba a percibir. Por ejemplo, las hipotecas subprime representaban solo el 4% del mercado hipotecario de EE. UU., pero fueron el detonante de una crisis que arrastró a gran parte del sector financiero internacional. Por último, la dureza de la Gran Recesión acabó de cuestionar el consenso existente al dejar claro que la inestabilidad financiera tiene repercusiones sig-

EE. UU.: métricas de estabilidad macroeconómica y financiera



Nota: * Crecimiento del crédito y la actividad, respectivamente, por encima de su potencial. **Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del Bank of International Settlements, US Congressional Budget Office y US Bureau of Economic Analysis.

nificativas sobre la estabilidad macroeconómica. De hecho, como se ha detallado en el artículo «La inestabilidad financiera y el ciclo económico» en este mismo Dossier, hay una evidencia creciente sobre los vínculos entre la inestabilidad financiera y la salud de la economía real a lo largo de la historia. Así, en los últimos años, se ha formado un nuevo consenso en el que la estabilidad financiera se considera necesaria para garantizar la estabilidad macroeconómica. La cuestión es qué políticas e instrumentos deberían emplearse.

La primera respuesta que ha ofrecido la política económica ha sido reforzar la regulación y las llamadas políticas prudenciales (tanto las micro, enfocadas a la salud individual de cada institución, como las macro, con una visión de conjunto del sistema). Con ello, se han construido instrumentos para mitigar las fuentes de riesgo sistémico, acumular colchones en tiempos de bonanza (y que den mayor margen de maniobra en las recesiones) y contener los desequilibrios financieros, como un endeudamiento excesivo y/o basado en fuentes de financiación volátiles, que pueden dar lugar a episodios de inestabilidad. Los principales esfuerzos de las políticas microprudenciales se han orientado a aumentar los requisitos de capital y de liquidez, y a introducir nuevos mecanismos de resolución. Así, hoy en día, las instituciones financieras deben estar provistas de más capital y de mayor calidad. Además, se fijan requisitos de liquidez más severos para garantizar que dispongan de suficientes activos líquidos y de calidad para resistir los primeros embates de un pánico bancario, así como un acceso suficiente a fuentes de financiación estables que no se evaporen en momentos de estrés.² Por su parte, las políticas macroprudenciales se han dedicado a diseñar instrumentos que permitan actuar preventivamente sobre la emergencia de desequilibrios financieros en el conjunto del sistema. Por ejemplo, se han impuesto requisitos de capital y ratios de apalancamiento que varían a lo largo del ciclo, de modo que en la expansión actúan

NOVIEMBRE 2017 CaixaBank Research

^{1.} Periodo de elevada inflación y bajo crecimiento económico caracterizado, en EE. UU., por cuatro recesiones en poco más de una década (1969-1970, 1973-1975, 1980 y 1981-1982).

^{2.} El coeficiente de cobertura de liquidez requiere que los bancos mantengan suficientes activos líquidos de alta calidad para cubrir, en un escenario de estrés, las posibles salidas netas de efectivo durante un periodo de 30 días.



como lastre y fuerzan a acumular colchones, frenando el sobrecalentamiento y amortiguando los efectos de la recesión. Además, la regulación permite que las autoridades fijen recargos de capital y otros límites sobre la concesión de crédito a determinados sectores, que se pueden endurecer según evolucione el ciclo económico.

En conjunto, todas estas medidas deberían contribuir a reducir la probabilidad y la severidad de las crisis financieras: en la crisis pasada, tanto en EE. UU. como en la UE, los bancos con mejores posiciones precrisis de capital y liquidez experimentaron menores quiebras durante la crisis y, posteriormente, contribuyeron a la recuperación macroeconómica con una mayor concesión de crédito.³ Sin embargo, al ser medidas relativamente recientes, la evidencia sobre su efectividad todavía es escasa. Además, aumentan la complejidad del marco regulatorio, dan discrecionalidad a la autoridad reguladora y están sujetas a problemas de arbitraje regulatorio: al restringir el margen de actuación de un sector, generan incentivos para desplazar sus actividades fuera del alcance del regulador (hacia el denominado *shadow banking*).⁴ Ante estas debilidades, distintos economistas han observado que la política monetaria, al transmitirse a todo el universo de activos financieros e impedir el arbitraje regulatorio, puede ofrecer una buena alternativa.⁵ Por ello, se ha propuesto que los bancos centrales fijen su tipo de interés con el objetivo explícito de garantizar la estabilidad financiera (además de perseguir la estabilidad macroeconómica en términos de inflación y, en algunos casos, crecimiento de la actividad).

El uso de la política monetaria como instrumento de estabilidad financiera implicaría no atender perfectamente a la estabilidad de precios. Así, conllevaría unos tipos de interés más elevados 6 y, por ello, tiene costes en términos de una inflación más baja y un crecimiento económico algo más débil. Frente a estos costes, los beneficios se producirían en términos de una menor probabilidad y severidad de crisis financieras futuras. En este sentido, el FMI estima que el poder de la política monetaria para frenar los desequilibrios financieros es pequeño y, para ser efectiva, requeriría movimientos de los tipos de interés significativamente más marcados que los necesarios para estabilizar la inflación y la actividad.⁸ Además, existe mucha incertidumbre alrededor de estas estimaciones porque las crisis financieras que vienen precedidas de una burbuja y desembocan en recesiones son acontecimientos poco frecuentes: en un conjunto de 17 economías avanzadas, Jordà, Shularick y Taylor identifican solo 14 recesiones precedidas de una crisis financiera y una burbuja inmobiliaria entre 1945 y la actualidad.9 Otra dificultad añadida para el uso de la política monetaria como garante de la estabilidad financiera es que puede erosionar la credibilidad del banco central: los costes, en términos de una inflación por debajo de la óptima y un menor crecimiento de la actividad, son inmediatamente palpables, pero los beneficios son difíciles de medir porque se producen en el futuro y respecto a un escenario que no se acaba materializando. En este sentido, la política monetaria impondría un lastre permanente cuando, en realidad, no todas las crisis financieras tienen el mismo coste macroeconómico (por ejemplo, la crisis de las puntocom de 2001 tuvo pocas repercusiones macroeconómicas). Finalmente, una de las razones por las que el consenso macroeconómico precrisis defendía no usar la política monetaria para atacar las burbujas es que estas son difíciles de identificar con antelación y, en cambio, la política monetaria necesita anticiparse porque sus efectos tardan tiempo en filtrarse por la economía.

En conclusión, las nuevas políticas prudenciales ofrecen una primera línea de defensa que se puede calibrar a las necesidades de cada situación, pero todavía no se ha realizado un uso lo suficientemente extensivo de ellas como para comprobar su eficacia. De ahí que la política monetaria, a pesar de no ser el instrumento más preciso, pueda tener un papel complementario, pero la discusión sigue abierta. En cualquier caso, la inestabilidad financiera y sus vínculos con la estabilidad macroeconómica han vuelto al primer plano de la política económica.

Adrià Morron Salmeron

Departamento de Macroeconomía, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

- 3. Véase Haldane, A. G. (2017), «Rethinking financial stability», discurso en el Peterson Institute for International Economics.
- 4. Instituciones que, fuera del marco regulador de las instituciones financieras tradicionales, desempeñan operaciones financieras, como los hedge funds o los vehículos de inversión estructurados.
- $5.\ V\'{e}ase, por\ ejemplo, Juselius,\ M.\ \textit{et\ al.}\ (2017),\ \\ \text{``Monetary\ Policy}, the\ Financial\ Cycle,\ and\ Ultra-Low\ Interest\ Rates",\ International\ Journal\ of\ Central\ Banking.$
- 6. Un mayor tipo de interés encarece el endeudamiento y enfría el crecimiento del crédito.
- 7. Véase Svensson, E. O. (2017), «Cost-Benefit Analysis of Leaning against the Wind», NBER Working Paper, estima que los costes son mayores que los beneficios. En cambio, Gourio, F., Kashyap, A. y Sim, J. (2017), «The Tradeoffs in Leaning Against the Wind», NBER Working Paper, estiman que los beneficios son mayores que los costes.
- 8. Véase FMI (2015), «Monetary Policy and Financial Stability», Staff Report. En la misma línea, véase también Ajello, A. et al. (2016), «Financial Stability and Optimal Interest-Rate Policy», Federal Reserve Finance and Economics Discussion Series, y Svensson (2017).
- 9. Véase Jordà, Ò., Shularick. M. y Taylor, A. (2015), «Leveraged Bubbles», Journal of Monetary Economics.

NOVIEMBRE 2017 CaixaBank Research