

Leaning Against the Wind: Un balance de la literatura

Mauricio Calani
Gerencia de Estudios Financieros
División de Política Financiera

Bernabé López-Martín
Gerencia de Estudios Económicos
División de Política Monetaria

1. Introducción

El marco de política monetaria basado en metas de inflación y régimen de tipo de cambio flexible ha contribuido a lograr el objetivo de mantener un nivel de inflación baja y estable. Sin embargo, como ha sido evidente a partir de la Gran Crisis Financiera a nivel internacional, la estabilidad de precios no asegura la estabilidad macroeconómica; es posible que en un contexto de estabilidad de precios se generen riesgos que amenazan la estabilidad financiera y económica.¹ Las crisis financieras son costosas, en particular para economías donde los desbalances financieros son considerables. La política económica puede contribuir a remediar sus consecuencias cuando estas ocurren, pero adicionalmente debe evaluar medidas que apunten a disminuir su probabilidad de ocurrencia. De esta manera, la política económica debe considerar la estabilidad financiera como un objetivo adicional. En este sentido distintas herramientas macroprudenciales pueden contribuir a contener diversos riesgos de manera *ex-ante*, así como también a crear mecanismos de amortiguación (“*buffers*”) que moderan de manera *ex-post* los efectos de *shocks* (IMF, 2013).

Existe un relativo consenso de que las políticas prudenciales deben apuntar a contener riesgos a la estabilidad financiera, pero existe menor claridad sobre si la política monetaria debe tener en cuenta este objetivo para su conducción. Los argumentos a favor y en contra de esta política son numerosos y el debate es extenso. Entre los argumentos en contra se considera que “*leaning against the wind*” (LAW) puede impedir que un banco central cumpla con su mandato de estabilidad de precios para apoyar la estabilidad financiera. Los costos de que la política monetaria intervenga en esta dirección se realizan en el corto plazo

¹ Por estabilidad financiera se hace referencia a la condición de que el sistema financiero pueda cumplir sus tres funciones principales: transformar ahorros en financiamiento, permitir la administración de riesgo, y la transferencia de pagos (e.g. Svensson, 2018). También se hace referencia a la resiliencia del sistema en términos del cumplimiento de estas funciones frente a distintos *shocks*.

en términos de actividad e inflación, mientras que los posibles beneficios se materializarían con un alto grado de incertidumbre en un mayor plazo. En el mismo sentido, se considera que distintas políticas macroprudenciales serían las apropiadas para lograr objetivos de estabilidad financiera en tiempos de “prevención de crisis”. De esta manera, por ejemplo, un reporte del IMF (2015) considera que la respuesta en general es que el caso a favor de LAW es limitado. En contraste, algunos economistas e instituciones han expresado su apoyo para el rol de la política monetaria en sostener la estabilidad financiera, específicamente a favor de tasas de interés de la política monetaria relativamente más altas con el objetivo de contener desbalances financieros (ver IMF, 2015).

En esta minuta revisamos los principales elementos de la discusión documentados en la literatura. La estructura de la minuta se describe a continuación. En la Sección 2 en primer lugar se presenta una breve descripción de los canales financieros de la política monetaria. Esto servirá como marco de referencia para los distintos argumentos y posiciones en el debate de LAW. Luego se posiciona el debate de LAW en el ámbito de la interacción de la política monetaria y financiera. Se describen los distintos costos y beneficios presentes en el debate, y finalmente se describe el balance de costos y beneficios en un ejercicio estilizado. En la Sección 3 se extiende la discusión para resaltar algunas consideraciones del debate específicas para economías pequeñas y abiertas, y también argumentos relacionados a posibles consecuencias en términos de comunicación y credibilidad de la política monetaria. Finalmente, se concluye esta minuta con algunas consideraciones finales.

2. Política Monetaria y Estabilidad Financiera

En esta sección se desarrolla el análisis del debate de LAW. En primer lugar, revisamos brevemente los canales financieros de la transmisión de la política monetaria, los cuales son centrales en la discusión. En segundo lugar, se ubica el debate de LAW en el contexto más general de la interacción de la política monetaria y la política financiera. En tercer lugar, se puntualizan los distintos costos y beneficios del debate, y finalmente se describe el balance de costos y beneficios en un ejercicio estilizado.

2.1. Canales Financieros de la Transmisión de la Política Monetaria

La literatura sobre la transmisión de la política monetaria enumera distintos canales a través de los cuales los intermediarios financieros, y las variables financieras en general, responden a la tasa de política monetaria. Estos canales de transmisión son centrales en la discusión sobre si la política monetaria debe tener un objetivo de estabilidad financiera.

El **canal de préstamos** (“*bank lending channel*”, ó “*credit channel*” de manera más general) considera de qué manera la política monetaria modifica el costo de financiamiento de corto plazo que enfrentan los bancos, así como sus restricciones de liquidez. En caso de una

política monetaria que se vuelve más restrictiva, los bancos tienden a reducir el volumen de crédito. El **canal de hoja de balance** (“*balance sheet*” ó “*portfolio channel*”) se refiere a que la política monetaria puede afectar la estructura de riesgo de los activos de los bancos. Por ejemplo, una política monetaria más restrictiva puede reducir el patrimonio neto de las firmas, y en particular las más pequeñas, lo cual reduce su habilidad de obtener fondos externos provenientes de cualquier intermediario financiero (Kashyap & Stein, 2000).

Un mecanismo clave en la discusión es el **canal de toma de riesgo** (“*risk taking channel*”). Este canal es particularmente importante por sus implicancias. El mismo se refiere a la posibilidad de que las tasas de interés de corto plazo afecten la calidad o el riesgo del crédito bancario (Dell’Ariccia et al., 2017). En teoría esta relación es ambigua, por lo que las discusiones de política se apoyan en mayor medida en la evidencia empírica. En los modelos tradicionales de portfolio se indica que aumentos de la tasa de interés inducirán una reasignación hacia activos más seguros, reduciendo de esta manera el riesgo total del portfolio de inversión. Una teoría complementaria en esta misma línea sugiere que un aumento de la tasa libre de riesgo podría llevar a que los agentes eliminen proyectos con bajo retorno o alto riesgo, lo cual implica un impacto ambiguo en el riesgo de la cartera de proyectos. En contraste, modelos de política monetaria que incorporan un motivo de “reasignación de riesgo” (“*risk shifting*”) predicen una relación positiva entre la tasa de interés y la toma de riesgo por parte de los bancos. Esto resulta en que un incremento de la tasa de interés empeora los problemas de agencia asociados a la responsabilidad limitada (“*limited liability*”). Según esta hipótesis, se afectaría desproporcionadamente a los bancos menos capitalizados. Por este motivo, el impacto de la política monetaria sobre la toma de riesgo dependería potencialmente del grado de capitalización de los bancos. Finalmente, el mecanismo de “búsqueda de retorno” (“*search for yield*”) sugiere que los intermediarios financieros podrían orientarse hacia activos de mayor riesgo cuando la política monetaria comprime sus márgenes, al reducir el retorno en activos de corto plazo relativo a aquellos de largo plazo.

En línea con la ambigüedad de la teoría en general, los resultados empíricos no son definitivos. Dell’Ariccia et al. (2017) encuentran para EE.UU. que el riesgo de nuevos préstamos de los bancos está asociado negativamente con la tasa de interés de corto plazo. Sin embargo, se debe tener en cuenta que cuantitativamente el impacto encontrado es modesto. Por otra parte, Jiménez et al. (2014) encuentran, con datos de España, una asociación positiva entre bajas tasas de interés y la probabilidad de otorgar créditos a deudores con una mala historia crediticia, o incluso sin la misma (es decir, en general préstamos de mayor riesgo). Estos resultados serían consistentes con el mecanismo de búsqueda de retorno (“*search for yield*”), ya que además encuentran que los bancos menos capitalizados son los que muestran mayor reacción a la tasa de política monetaria. En general, la literatura empírica sugiere que el efecto de la política monetaria sobre la toma de riesgo es cuantitativamente modesto, esto tendrá consecuencias al momento de realizar ejercicios de balance de costos y beneficios de LAW.

2.2. Coordinación entre Política Monetaria y Política Financiera y LAW

Como punto de referencia para la discusión se puede partir de un escenario idealizado, donde la política macroprudencial es suficiente para contener perfectamente las preocupaciones relacionadas a la estabilidad financiera, en este caso la política monetaria debería enfocarse en la estabilidad de precios y del producto. Sin embargo, en la práctica existen distintos obstáculos y dificultades que representan restricciones para la implementación de distintas políticas (IMF, 2013). Por ejemplo, el ciclo económico (sobre el cual se basa la política monetaria) y el ciclo de crédito (sobre el cual se basa típicamente la política macroprudencial) no siempre coinciden, por lo que el impacto de ambas políticas podría, en principio, entrar en conflicto. Por otra parte, la evidencia sobre la interacción entre la política monetaria y la política macroprudencial es aun relativamente escasa (Bussiere et al., 2020).

Un desafío adicional se encuentra en entender de qué manera se puede distinguir entre expansiones de crédito que son beneficiosas y aquellas que representan una amenaza para la estabilidad financiera. Por ejemplo, Richter et al. (2021) argumentan que las expansiones de crédito que son acompañadas por crecimientos de precios de viviendas que se desvían de las tendencias recientes, y por el deterioro en la liquidez del sector bancario presentan mayor probabilidad de resultar en una crisis bancaria sistémica. Encuentran que, considerando un set con información histórica de 17 economías avanzadas, es factible utilizar información en tiempo real para distinguir entre expansiones de crédito beneficiosas y aquellas que son perjudiciales, con un alto grado de confiabilidad. Esto es importante porque aquellas medidas que tienden a moderar expansiones de crédito pueden reducir el riesgo de crisis bancarias, pero a un costo incierto en términos de actividad y crecimiento económico. En caso de que sea posible distinguir entre aquellas expansiones de crédito que implican riesgos de las que no, sería posible la instrumentación de medidas distinguiendo situaciones de riesgo.

A modo de escenario estilizado, se podría considerar la utilización de una combinación de políticas macroprudenciales y monetarias para reforzarse mutuamente y moderar el ciclo económico y financiero en ciertos contextos, es decir como **complementos**. Los ejemplos en esta dirección se refieren a escenarios de crisis, en contraposición a situaciones de relativa normalidad. Un caso conocido es el del Reino Unido, durante julio y agosto 2016 tras la votación de dejar la Unión Europea, momento en que el Banco de Inglaterra anuncia una reducción de la tasa de política monetaria, la compra de bonos corporativos y gubernamentales, al mismo tiempo que se implementa una reducción del *buffer* contracíclico de capital. Un ejemplo adicional lo ofrecen los acontecimientos durante la Crisis Covid-19, cuando bancos centrales y autoridades financieras simultáneamente anuncian medidas expansivas de política monetaria, junto a una política prudencial menos estricta con el objetivo de mitigar las consecuencias económicas de la pandemia.

En general, en situaciones de crisis como en los casos recién considerados, existe relativa coincidencia entre los objetivos de la política monetaria y de la política prudencial, y estas políticas se consideran complementarias. Sin embargo, en escenarios de relativa normalidad pueden emerger balances de costo-beneficio que deben ser evaluados. El debate con respecto a LAW se centra en entender en qué medida se puede instrumentar la política monetaria con fines de estabilidad financiera. Esto implica niveles de la tasa de política monetaria mayores a los que se justificarían exclusivamente en base a objetivos tradicionales de metas de inflación, lo cual estaría asociado a costos en términos de actividad e inflación, los cuales se evalúan a continuación. Finalmente es importante recordar que esta alternativa de política es relevante en la medida que la política prudencial no fuese suficiente para contener los riesgos del sistema financiero.

2.3. Costos y Beneficios de LAW

En esta sección se presentan los distintos argumentos considerados en la literatura en términos de costos y beneficios de LAW. Adoptamos un enfoque pragmático, en el sentido de que la consideración de esta política será un ejercicio de relevancia en la medida que existan riesgos que no puedan ser contenidos por políticas macroprudenciales.

Se puede ordenar el análisis de LAW en 3 etapas.² En la **primera etapa**, como se documentó anteriormente, consiste en describir los canales de transmisión entre la tasa de política monetaria, variables financieras y el riesgo sistémico. La política monetaria influye en el comportamiento de distintas variables financieras (el apalancamiento de firmas, la deuda de los hogares, el riesgo de los bancos, etc.). En el corto plazo, incrementos en la TPM pueden deteriorar la estabilidad financiera (a través de efectos sobre la demanda agregada, el ingreso de hogares y ganancias de las firmas, reducción en precios de activos, etc.). En el mediano plazo, los distintos agentes tienden a reducir su apalancamiento.³ El segundo elemento clave en términos de la transmisión, se refiere a la relación entre variables y de qué manera se trasladan a probabilidades de crisis.

En la **segunda etapa**, que se desarrolla en la presente sección, se establecen los determinantes y magnitudes de costos y beneficios de LAW, y las diferentes posiciones en el debate.

Finalmente, en una **tercera etapa**, se plantea la evaluación de las consecuencias de LAW en términos de bienestar. Idealmente, las implicancias de bienestar se deben considerar en modelos completamente especificados (de equilibrio general y agentes racionales, en contraste a modelos en forma reducida). Sin embargo, esta agenda de investigación aún se

² Este esquema se basa en IMF (2013, 2015), Borio (2016), Svensson (2018), Agenor & Pereira Da Silva (2019), los que se complementan con una revisión amplia de la literatura.

³ Como se discutió anteriormente, la evidencia relacionada a los efectos sobre la toma de riesgos es menos definitiva, sin embargo, será uno de los elementos para tener en cuenta en el debate.

encuentra en desarrollo en la literatura. Por otra parte, un marco de análisis más estilizado, como el que se considerará en esta minuta, además de ser ampliamente empleado en el debate, resulta de gran utilidad para comprender el rol de distintos elementos del análisis, así como de la importancia de distintas relaciones cuantitativas (por dar un ejemplo clave, la importancia del efecto de la TPM sobre la probabilidad de crisis).

Influencia de la TPM en la probabilidad de crisis

Uno de los principales puntos del debate se encuentra, justificadamente, en la capacidad de la política monetaria para influir en la probabilidad de una crisis financiera. La literatura documenta que el efecto sobre la toma de riesgo a nivel microeconómico por parte de los distintos agentes financieros es cuantitativamente modesto. En línea con esta evidencia microeconómica, a nivel agregado el efecto estimado es acotado: en algunos ejercicios estilizados, como el que exploramos en esta minuta, un resultado plausible que se recoge de la literatura indicaría que un aumento de 100 pbs en la tasa de interés de política monetaria durante un año, estaría asociado a una reducción en la probabilidad de crisis dentro de un rango de 0,04 a 0,30 puntos porcentuales en un horizonte de 3 a 5 años. Este efecto se considera modesto, teniendo en cuenta los costos relativos en términos de actividad económica que estarían asociados. Adicionalmente, se debe tener en cuenta la incertidumbre de estas estimaciones, lo cual se reconoce en la literatura. De hecho, en un trabajo reciente, Schularick, Steege & Ward (2021) encuentran que es más probable que la política LAW desencadene una crisis en vez de prevenirla. De consolidarse esta evidencia, implicaría que no existiría un caso a favor de LAW. En nuestro ejercicio numérico tomaremos el rango ya discutido sobre potenciales efectos en la reducción de la probabilidad de crisis, y se argumentará que incluso en este caso los resultados no son favorables a LAW.

Costos en términos de actividad e inflación

La política de LAW implica, al incorporar un objetivo adicional de estabilidad financiera, una tasa de interés más alta de lo que se justificaría en un esquema estándar de metas de inflación. Por lo tanto, esto genera costos en términos de actividad y empleo, y de una tasa de inflación que podría estar por debajo de la meta (e.g., Svensson, 2018). Incluso promotores de la política de LAW reconocen que esta política requiere mayor tolerancia en el mediano plazo a desviaciones de la inflación con respecto a la meta.⁴ Por ejemplo, Borio (2016) argumenta que el balance actual de la política monetaria se ha desplazado hacia el corto plazo en detrimento de la estabilidad macroeconómica de largo plazo. Por lo tanto, la

⁴ Esto es particularmente relevante en pequeñas economías abiertas donde, como se discutirá en mayor detalle en esta minuta, una restricción monetaria para contener desbalances financieros puede inducir una apreciación del tipo de cambio. Por otra parte, el trabajo de Uribe (2018) encuentra que *shocks* contractivos a la política monetaria que son de carácter permanente podrían influenciar positivamente la tasa de inflación. Este resultado tendría consecuencias para la implementación de LAW aunque no ha sido parte del debate.

implementación de LAW podría requerir una reevaluación con respecto al horizonte que se debe considerar para el cumplimiento de la meta, así también como de bandas de mayor tamaño alrededor de la misma, reconociendo que estas modificaciones pueden resultar delicadas.

Influencia de la TPM sobre la severidad de una posible crisis

Además de las consecuencias en términos de probabilidad de crisis, uno de los puntos importantes del debate se relaciona a la posibilidad de que LAW pueda afectar también su severidad en caso de ocurrencia. Borio (2016) argumenta que mayores desbalances financieros resultan en mayores costos potenciales de una crisis, por este motivo si la política monetaria puede restringir la acumulación de estos desbalances, también podrá limitar el daño potencial. En contraposición, Svensson (2017) considera que además de los costos de LAW relacionados a una economía más débil en general, en caso de crisis el costo podría ser mayor dado que la economía se encuentra inicialmente en una posición de mayor debilidad. En este punto nuevamente el trabajo reciente de Schularick et al. (2021) resulta inherente, ya que encuentran que LAW no reduce sistemáticamente la severidad de una crisis: en el período de 5 años después de una crisis financiera, el PIB real cae cerca de 8% debajo de la tendencia, sin importar la postura de la política monetaria previa a la crisis.

Alcances de la política monetaria y de la política macroprudencial

Un argumento empleado frecuentemente a favor de LAW es que la política monetaria posee una ventaja relativa a la supervisión y la regulación, ya que lograría “entrar en todas las grietas” del sistema financiero. Sin embargo, según la evidencia empírica disponible, las magnitudes necesarias para que el efecto en este margen sea relevante serían demasiado grandes, y difícilmente lleguen a cubrir dichos márgenes (Svensson, 2017). Dicho de otra manera, el “*risk taking channel*” de la tasa de política monetaria (discutido anteriormente) no es suficientemente fuerte como para ser económicamente importante (ver resultados de Dell’Ariccia et al., 2017). Adicionalmente, la política monetaria es un instrumento con efectos sobre toda la economía, y por lo tanto de poca precisión (un “*blunt instrument*”), frente a riesgos que pueden ser específicos a ciertos sectores (Agenor & Pereira Da Silva, 2019).

Beneficios de moderación del ciclo financiero

Borio (2016) argumenta que los beneficios de LAW no solo se limitan a la reducción en la probabilidad de crisis financieras, las cuales son eventos de baja probabilidad, sino que también contribuiría a moderar el ciclo financiero en general. De la misma manera, considera que la política monetaria debe actuar de manera temprana (“*to lean early*”) y en todo momento, evitando la acumulación de riesgos. Esto se diferencia de una política monetaria LAW que se desvíe de la convencional solamente cuando haya señales evidentes de desbalances financieros, al considerar que esto podría ser insuficiente (“*too little too late*”), y que incluso puede precipitar la crisis que se intenta evitar. En contraposición a estos

argumentos, se considera que hay escasa evidencia de que la política monetaria pueda moderar ser efectiva en este sentido (IMF, 2015).

2.4. Ejercicio de Balance de Costos y Beneficios

El análisis de bienestar idealmente se realizaría mediante modelos completamente especificados de equilibrio general donde los agentes reaccionan a las medidas de política. Sin embargo, resulta útil el análisis en un marco simplificado de costos-beneficios, que clarifique los mecanismos considerados, el rol de las distintas variables, y la importancia de distintas magnitudes y estimaciones. A modo de ejemplo, entre un número de ejercicios similares presentados en la literatura, discutimos el análisis propuesto en IMF (2015).⁵

Table 1. Illustrative Scenarios

Building blocks	Average Probability	High (Peak) Probability	High (Peak) Probability, Severe Crisis
Lower crisis probability, pp	0.02	0.3	0.3
Duration of crisis, years	4.5-6	4.5-6	6-8
Unemployment gap in crisis, %	5	5	7
Higher unemployment, pp	0.5	0.5	0.5
Benefits	0.008	0.113	0.294
Costs	0.25	0.25	0.25
Ratio (B:C)	0.03	0.45	1.18

Source: IMF staff estimates.

En este ejercicio se toma la tasa de desempleo como la variable suficiente que captura las consecuencias de bienestar de las distintas alternativas de política, la cual se pondera de manera cuadrática. Adicionalmente, se consideran los efectos de 100 puntos básicos de la tasa de política monetaria, bajo el supuesto implícito de linealidad de los distintos efectos. En cada una de las 3 columnas de la tabla se desarrollan 3 escenarios bajo supuestos alternativos. En la primera columna se considera que el efecto de 100 pbs de incremento en la tasa de política monetaria reduce la probabilidad de crisis en 0,02 puntos porcentuales (esto se modifica en las siguientes columnas), que la duración de crisis es de 4,5 a 6 años y que la misma implica un aumento en la tasa de desempleo de 5%. Estas variables determinan los beneficios de LAW. Por otra parte, los costos asociados de esta política se determinan por un aumento en la tasa de desempleo de 0,5 puntos porcentuales. De esta manera la política de LAW resulta en costos mayores a beneficios.

⁵ Svensson (2018, IJCB) analiza un ejemplo cuantitativo en el caso de Suecia, utilizando resultados del modelo DSGE del Riksbank (Ramses), y evidencia empírica sobre los efectos de la tasa de política monetaria sobre el crecimiento de crédito y la probabilidad de crisis.

En la última columna se considera el caso de mayor efectividad (dentro del rango de la literatura) en términos de la capacidad de la política monetaria para reducir la probabilidad de crisis, y teniendo en cuenta el mayor costo de las crisis financieras. En este caso es posible un beneficio de la política LAW. Sin embargo, debemos tener en cuenta varios elementos. En primer lugar, estamos considerando un caso excepcional según los distintos rangos de las relaciones documentadas en la literatura (por ejemplo, en términos de la efectividad de la política monetaria para reducir la probabilidad de crisis, según la literatura la relación podría ser la inversa según lo documentado por Schularick et al., 2021). En segundo lugar, estamos teniendo en cuenta que queda margen de acción para la política monetaria luego de la implementación de la política financiera correspondiente. En tercer lugar, este ejercicio estaría ignorando cuestiones particulares a economías pequeñas y abiertas que se desarrollan en la próxima sección. De acuerdo con los resultados (reconocidamente simplificados) los costos exceden los beneficios, con la excepción de casos excepcionales, por lo que el caso a favor de LAW resulta limitado.

3. Consideraciones Adicionales para una Economía como la de Chile

En esta sección se discuten algunas consideraciones del debate LAW específicas para economías pequeñas y abiertas. Adicionalmente, se presentan argumentos relacionados a posibles consecuencias de la implementación de una política de LAW en términos de comunicación y credibilidad de la política monetaria.

3.1. Consideraciones Adicionales de Economías Pequeñas y Abiertas

En el caso de economías pequeñas y abiertas existen algunas consideraciones específicas relacionadas a los flujos internacionales de capitales. La literatura ha documentado que a nivel internacional existe un alto grado de co-movimiento en los flujos de capitales, de los precios de activos y el crecimiento del crédito, en gran medida determinados por la política monetaria de EE.UU. (Miranda-Agrippino & Rey, 2020). A su vez, el dólar de EE.UU. es la moneda hegemónica en términos del financiamiento de los intermediarios internacionales, y por el hecho de que una proporción elevada de los portfolios a nivel mundial se denominan en esta moneda.

Este comportamiento se ha denominado el *ciclo financiero global*, y tiene consecuencias importantes para la política macroeconómica en economías pequeñas y abiertas. Por ejemplo, las contracciones monetarias en EE.UU. conducen al des-apalancamiento de los intermediarios financieros globales, una disminución en la provisión del crédito doméstico a nivel global, la reducción en los flujos internacionales de crédito en general, y mayores restricciones en las condiciones financieras globales. La contracción del crédito doméstico y de la liquidez internacional relacionada a contracciones de la política monetaria de EE.UU.

se observa tanto para países con tipo de cambio flexible, como para una muestra de países más extensiva. Esto implicaría que un tipo de cambio flexible no sería suficiente para aislar a una economía contra los *shocks* de política monetaria de EE.UU.⁶ Adicionalmente, existe evidencia que cuando las tasas de interés en las economías centrales son bajas, opera un canal de crédito bancario internacional, el cual resulta en aumentos del volumen de crédito en economías pequeñas y abiertas incluyendo Chile (Cao et al., 2021).

En la medida que existe libre movilidad de flujos de capitales entre países, en caso de no aplicarse instrumentos macroprudenciales, las condiciones monetarias de cada país, incluso con un tipo de cambio flexible, serían determinadas parcialmente por la política monetaria de las economías centrales (Rey, 2015; Miranda-Agrippino & Rey, 2020). De esta manera, la política monetaria independiente sería posible si se aplica la administración efectiva en la cuenta de capitales (Rey, 2015). En este contexto, la política macro-prudencial podría instrumentarse como una herramienta más apropiada para aislar a los países del ciclo financiero global, aunque la efectividad de estas medidas para contrapesar los efectos de derrame ("*spillover*") de la política monetaria de las economías centrales es aún tema de investigación (Bruno et al., 2015; Bush et al., 2019; Bussiere et al., 2020), y en algunos casos es posible que no sean suficientes para neutralizar completamente los efectos de la política monetaria extranjera.

En este contexto, algunos factores adicionales se inclinan en contra de la opción de la implementación de LAW en economías pequeñas y abiertas (IMF, 2015). En primer lugar, como se describió anteriormente, las preocupaciones de estabilidad financiera están relacionadas en parte a flujos de capitales, los cuales influyen también en precios de activos. En este contexto, los aumentos en la tasa de interés de política monetaria doméstica pueden ser contraproducentes, al estimular mayores ingresos de capitales y acentuar el factor de inestabilidad. En segundo lugar, el incremento de las tasas de interés tiende a apreciar la moneda doméstica y fortalecer la hoja de balance para agentes con deuda en moneda extranjera. De hecho, tasas más altas podrían incrementar la proporción de deuda en moneda extranjera, y al mismo tiempo aumentar los niveles absolutos de deuda.⁷ Por estos motivos, otros instrumentos serían más apropiados para administrar riesgos de estabilidad financieros que resultan de los flujos internacionales de capitales.

⁶ Por ello se considera que el "*trilema de Mundell*" se ha transformado en un "*dilema*": con libre movilidad de flujos de capital internacionales, en caso de no aplicarse herramientas macroprudenciales, las condiciones monetarias de cualquier país (incluso aquellos con régimen de tipo de cambio flexible), serán determinadas, al menos en parte, por la política monetaria de EE.UU. Una discusión similar se presenta en Brandao-Marques et al. (IMF 2020).

⁷ En este tipo de escenarios, ejercicios cuantitativos resultan en pérdidas netas de la utilización de la política monetaria ante cambios en las condiciones financieras (Brandao-Marques et al., IMF 2020).

3.2. Comunicación y Credibilidad

La comunicación y la credibilidad son elementos centrales en la conducción de la política monetaria. Por este motivo, también han sido parte del debate sobre la implementación de LAW, si bien estos elementos resultan más difíciles de cuantificar. En particular, se considera la posibilidad de que LAW pueda afectar la credibilidad de un banco central, y por lo tanto la efectividad de la política monetaria, incluso llegar a producir un desanclaje de las expectativas de inflación (IMF, 2015).

La credibilidad y efectividad de la política monetaria se derivan en parte de su transparencia, predictibilidad y de resultados observables. Por otra parte, LAW implica acciones de política que se justifican en eventos distantes e inciertos que pueden resultar difíciles de pronosticar, o incluso definir. Adicionalmente, requiere la utilización de un instrumento para el logro de dos objetivos diferentes, lo cual puede dificultar la comunicación, además de afectar la transparencia y predictibilidad, de la política monetaria.

A esto se agregan algunos problemas adicionales. En primer lugar, muy plausiblemente, las crisis seguirán ocurriendo a pesar de la implementación de una política de LAW, lo cual afectaría la credibilidad de la política monetaria. En segundo lugar, como se discutió anteriormente, la implementación de LAW resultaría en un nivel de inflación por debajo de la meta del banco central, lo cual puede resultar en el desanclaje de las expectativas de inflación.

En el caso de bancos centrales que son responsables de la estabilidad financiera, incluso en el caso de que esta institución tenga el control de la política macro-prudencial, es posible aislar en cierta medida la independencia y credibilidad de la política monetaria separando los cuerpos responsables de la estabilidad financiera y de estabilidad de precios dentro de la institución. Un ejemplo de esto es el que describe Svensson (2018), en el caso del Reino Unido, donde el Banco de Inglaterra es responsable de la política monetaria y de la política de estabilidad financiera. En esta institución existen dos organismos de decisión, el Comité de Política Monetaria y el Comité de Política Financiera, cada cuerpo tiene sus objetivos e instrumentos, y la responsabilidad de distintos objetivos. En situaciones donde la política monetaria pueda generar un riesgo a la política financiera, la política financiera debería contener estos riesgos mediante sus instrumentos disponibles. Si esto no es posible, la autoridad financiera debe advertir a la autoridad de la PM sobre dicho riesgo. Finalmente, la responsabilidad debe recaer sobre la autoridad financiera de advertir que la política monetaria representa un riesgo para la estabilidad financiera (Svensson, 2018).

4. Consideraciones Finales

En un esquema de metas de inflación se plantean objetivos de estabilidad de precios y de estabilidad real: estabilizar la inflación alrededor de una meta y la utilización de recursos alrededor de su tasa sustentable de largo plazo. La pregunta que se presenta en el debate de LAW es si la política monetaria debería tener como objetivo adicional la estabilidad financiera. En esta minuta se exponen los principales puntos de este debate.

Debe tenerse en cuenta que incluso si se considera que la política monetaria no es efectiva en términos de alcanzar el objetivo de estabilidad financiera, existe la interacción entre la política monetaria y la política financiera. Tomemos como ejemplo la posición planteada por Svensson (2018). Según esta visión la política financiera tiene una influencia significativa y sistemática sobre la estabilidad financiera, pero pequeña y no-sistemática sobre la inflación y la actividad económica. Entre otros canales la política financiera influye en los mercados financieros a través de los diferenciales entre distintas tasas de interés y los préstamos otorgados por bancos. Por lo tanto, puede afectar indirectamente la inflación y la utilización de recursos, pero no de manera sistemática. Por su parte, la política monetaria tiene una influencia significativa y sistemática sobre la inflación y la actividad, pero modesta y no-sistemática sobre la estabilidad financiera. De esta manera la política monetaria puede ajustarse y neutralizar los efectos de la política financiera sobre la inflación y la actividad, y la política financiera puede ajustarse y neutralizar los efectos de la política monetaria sobre la estabilidad financiera. Consecuentemente, las políticas pueden ser conducidas con objetivos distintos, mientras sean informadas y tomando en cuenta la conducta de la otra política.

En esta minuta también se diferencia el debate de LAW, que corresponde a tiempos normales o de prevención de crisis, con momentos de crisis. En situaciones de crisis no existe disenso sobre la necesidad de coordinación de las distintas políticas, ya que los bancos centrales tienen un rol de prestamista de última instancia lo cual implica un objetivo de estabilidad financiera.

Finalmente, se debe reconocer que hay puntos del debate que aún quedan por definir en la literatura. En algunas áreas específicas los estudios son recientes y la evidencia empírica es aun relativamente escasa y no concluyente. Un ejemplo de esto, central en el debate, es la evidencia sobre la efectividad de las distintas políticas macroprudenciales. Sin dudas, estas preguntas seguirán siendo temas de investigación y discusión en los próximos años.

Referencias

Agenor, P.R., & L.A. Pereira Da Silva, 2019. Integrated Inflation Targeting – Another perspective from the developing world. BIS – CEMLA.

Borio, C. (2016). “Towards a financial stability-oriented monetary policy framework?” Presentation Conference of the 200th Anniversary of the Central Bank of the Republic of Austria, Vienna, September 13-14, 2016.

Brandao-Marques, L., G. Gelos, M. Narita, & E. Nier (2020). “Leaning Against the Wind: A Cost-Benefit Analysis for an Integrated Policy Network,” IMF Working Paper WP/20/123.

Bruno, V., I. Shim, & H.S. Shin (2015). “Comparative assessment of macroprudential policies,” BIS Working Papers No 502.

Bush, G., Gomez, T., Jara, A., Lopez-Castañon, C., Moreno, D., Styrim, K. & Ushakova, Y. (2020). “Macroprudential policy and the inward transmission of monetary policy shocks: The case of Chile, México, and Russia,” *Review of International Economics*, Vol. 29 Issue 1, pp. 37-60.

Bussière, M., J. Cao, J. de Haan, R. Hills, S. Lloyd, B. Meunier, J. Pedrono, D. Reinhardt, S. Sinha, R. Sowerbutts, and K. Styrim (2020). “The interaction between macroprudential policy and monetary policy: overview,” Bank of England, Staff Working Paper No. 886, October 2020.

Carrillo, J., E. Mendoza, V. Nuguer y J. Roldan (2021). “Tight Money-Tight Credit: Coordination Failure in the Conduct of Monetary and Financial Policies,” *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 13 No. 1, pp. 37-73.

Cao, J., V. Dinger, T. Gomez, M. Hodula, A. Jara, R. Juelsrud, K. Liaudinskas, S. Malovana, Z. Gric, and Y. Terajima (2021). “Monetary Policy Spillover to Small Open Economies: Is the Transmission Different under Low Interest Rates?” International Banking Research Network.

Dell’Ariccia, G., L. Laeven, and G.A. Suarez (2017). “Bank Leverage and Monetary Policy’s Risk-Taking Channel: Evidence from the United States,” *Journal of Finance*, Vol. LXXII N2, pp. 613-654.

Jimenez, G., S. Ongena, J.L. Peydro, and J. Saurina (2014). “Hazardous Times for Monetary Policy: What Do Twenty-Three Million Bank Loans Say About the Effects of Monetary Policy on Credit Risk-Taking?” *Econometrica*, Vol. 82, No. 2, pp. 463-505.

Kashyap, A. and J.C. Stein (2000). “What Do a Million Observations on Banks Say About the Transmission of Monetary Policy?” *American Economic Review*, Vol. 90, No. 3, pp. 407-428.

International Monetary Fund (2013). “The Interaction of Monetary and Macroprudential Policies,” Policy Paper.

International Monetary Fund (2015). “Monetary Policy and Financial Stability,” Staff Report.

Miranda-Agrippino, S. and H. Rey (2020). “U.S. Monetary Policy and the Global Financial Cycle,” *Review of Economic Studies*, 87, pp. 2754-2776.

Rey, H. (2015). “International Channels of Transmission of Monetary Policy and the Mundellian Trilemma,” Mundell Fleming Lecture.

Richter, B., M. Schularick, and P. Wachtel (2021). “When to Lean against the Wind,” *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 53, No. 1, pp. 6-39.

Schularick, M., L.T. Steege, and F. Ward (2021). “Leaning against the Wind and Crisis Risk,” *AER Insights*, 3 (2), pp. 199-214.

Svensson, L.E.O. (2018). “Inflation Targeting and Leaning against the Wind,” *International Journal of Central Banking*, Vol. 10 (2), pp. 103-114.

Svensson, L.E.O. (2018). “The Relation Between Monetary Policy and Financial-Stability Policy,” in *Monetary Policy and Financial Stability: Transmission Mechanisms and Policy Implications*, edited by Alvaro Aguirre, Markus Brunnermeier, and Diego Saravia, Santiago, Chile.

Uribe, M. (2018). “The Neo-Fisher Effect: Econometric Evidence From Empirical and Optimizing Models,” NBER WP 25089 (*forthcoming American Economic Journal - Macroeconomics*).