

# Lecciones tras la crisis financiera internacional: Nuevos vientos para la Política Monetaria y de Regulación

Autor: Martec

## Introducción

“ We live in an uncertain and ever changing world that is continually evolving in new and novel ways. Standard theories are of little help in this context. Attempting to understand economic, political, and social change (and one cannot grasp change in only one without the others) requires a fundamental recasting of the way we think.” (Douglass C. North, 2005).

La economía mundial se ha enfrentado a una severa crisis financiera que, en sus consecuencias y alcance, se argumenta que es solo comparable con lo acontecido en 1929 y la posterior Gran Depresión. Sin embargo, en la gestión de medidas de política económica no se encuentran muchas similitudes. Aspecto que fue muy destacado por académicos y hacedores de política, pues parecería que algunas lecciones se han aprendido de la crisis de 1930. En este sentido, se destaca, a su vez, que a pesar del avance relativo de una mejor gestión en la resolución de crisis, si bien muchas economías aún se encuentran afectadas por las consecuencias de la misma, en la actualidad no existen grandes certezas sobre un aprendizaje de esos hechos o al menos hay mucho por hacer.

Desde esa perspectiva, el argumento propuesto por Reinhart y Rogoff (2009) acerca del síndrome *esta vez es distinto*, ha venido planteando discusiones en las que se instalan nuevos desafíos para la política monetaria y la gestión del riesgo. Desde el argumento de esos autores, que sostiene que *las crisis no nos afectan aquí y ahora ya que son cosas del pasado*, se deriva el presente trabajo pero con un argumento contrario. Con una óptica sistémica, se argumenta que las crisis económicas están lejos de ser improbables a pesar del avance relativo en la gestión de las mismas ya que esos eventos sí nos pueden afectar aquí, ahora o en cualquier momento.

A partir de esa idea, se propone que la postura correcta de los hacedores de política debería enmarcarse en el argumento contrario al de *esta vez es distinto*. En ese sentido, los ciclos económicos con fases *de boom* y caídas abruptas no son ni inéditos ni fenómenos raros en la historia mundial, sino que son inherentes a la dinámica económica, como lo proponían Minsky (1982) y Kindleberger (2000). Por lo tanto, se generan desafíos para los hacedores y las instituciones económicas dados por las posibles crisis

Hay una tendencia a que en las fases de expansión del ciclo con estabilidad de precios y crecimiento económico, se adopte una óptica relativamente más laxa en el marco de la regulación y supervisión de la política monetaria y financiera. Sin dudas, el período temporal que abarca fines de la década de 1980 hasta principios de los 2000 caracterizado por una menor volatilidad del producto y de la inflación, denominado *Great Moderation*, fue un gran ejemplo de esa percepción. Ese argumento afirmaba que se estaba ante una época de mejor performance macroeconómico y, directa o indirectamente, acompañaba a los nuevos mecanismos de autorregulación y liberalización de los mercados financieros. En ese marco, las autoridades monetarias han tenido una responsabilidad sustancial que debe modificarse ante lo sucedido y debe afrontar los no tan nuevos desafíos que han emergido a la luz del contexto de la crisis financiera internacional y las grandes contracciones económicas observadas.

En ese escenario y luego de la presente introducción, se analizará la política monetaria previa a la crisis junto con los consensos que se afirmaban en esa época.

En la tercera sección, se indagan las posibles lecciones a tomar en el campo de la política monetaria y financiera con una visión sistémica, es decir, abordando la problemática desde una visión más estructural y observando cierta posible complacencia o inacción por parte de la política monetaria.

Posteriormente, se proponen los desafíos dados los objetivos de la banca central: *estabilidad financiera y de precios*, al que deben enfrentarse las autoridades monetarias pero con una perspectiva compartida con la política fiscal. Dada la cantidad de objetivos y la dificultad que presentan los mismos, es necesaria la coordinación de políticas en

aras de dotar de mayores instrumentos<sup>1</sup>. En este sentido, autores como el propio Friedman (1968) ya introducían esta cuestión como eventuales modificaciones que se deberían hacer sobre la política monetaria ante la acción de nuevas fuerzas perturbadoras del mercado. Seguidamente, se analizan algunos de los no tan nuevos instrumentos de política propuestos anteriormente. Concretamente, el enfoque macroprudencial y la supervisión como elementos centrales en la política monetaria y financiera. A su vez, se propone un marco analítico simple del costo del crédito para una mejor exposición de la implementación de las regulaciones.

Ciertamente la implementación de tales instrumentos genera desafíos para las autoridades monetarias. Luego de un período de fuerte desregulación, en muchos casos autorregulación, y liberalización financiera, pasar a un escenario de mayor regulación, puede generar costos de asignación de recursos (Rajan, 2005 y 2009), o incluso transformarse nuevamente en represión financiera (Reinhart, 2012).

En la quinta sección se establece ese nuevo escenario de política pero con las particularidades que presentan las economías emergentes en general de Latinoamérica, donde las condiciones externas de comercio y los nuevos desarrollos que se han generado, derivados de una mayor estabilidad de las políticas macroeconómicas, han generado ciertas características favorables en la región. Tales características no invalidan los desafíos sino que han generado ciertas condiciones iniciales más apropiadas enfrentar la volatilidad financiera y posibles eventos disruptivos. Sin dudas, un hecho novedoso para la región respecto a la historia de crisis de finales del siglo pasado.

Finalmente se exponen las conclusiones con cierto sesgo en el mensaje de la frase inicial de Douglass C. North. Sin dudas, la lección principal estaría dada si comprendemos que la complejidad del contexto actual y de las relaciones económicas en particular, está signada por los cambios continuos y de cierta aceleración. Aspectos que nunca deben ser olvidados en la agenda de la política económica.

---

<sup>1</sup> La hipótesis de Jan Tinbergen (1968) acerca de la cantidad de objetivos e instrumentos también es considerada para estos casos.

## **2- El contexto y la acción de los bancos centrales previo a la crisis financiera internacional: una *estabilidad costosa* desde ciertos consensos de política.**

### **Contexto previo a la crisis**

Hacia principios de la década de 2000 había un pensamiento convergente acerca de las responsabilidades y consecuentes acciones de las autoridades monetarias. El marco de análisis y regulación de la política monetaria y financiera era relativamente más laxo respecto al que se había instaurado luego de la Gran Depresión. El mismo era consecuencia de los desarrollos financieros surgidos a partir de la década de 1970 con el crecimiento de los servicios de intermediación financiera y la irrupción de grandes bancos comerciales. Si bien las crisis bancarias de finales de 1970 y 1980, como las acontecidas en Estados Unidos, produjeron una mayor regulación en algunos aspectos del sistema financiero tales como sobre los ratios de solvencia de las entidades, establecidos en el primer Acuerdo de Basilea; la desregulación promovida por las presiones de lobby desde distintas entidades fueron importantes para desencadenar la libre competencia de las entidades (Dewatripont et. al, 2010). A esto se agregó la actuación de las calificadoras de riesgo que establecieron fuentes de información y mecanismos de supervisión poco claros en el momento del auge con calificaciones de sesgo procíclico.

El crecimiento de la globalización financiera fue sustancial, pues produjo un gran auge en la competencia de los distintos bancos para captar los diferentes mercados internacionales y su consecuente penetración a gran escala. Esto no solo promovió un relajamiento de las regulaciones y supervisión sino que, a su vez, evidenció grandes déficits normativos del Acuerdo Basilea, lo cual fue acompañado por modificaciones normativas trascendentales en el sector financiero como el caso de la derogación en 1999 de la ley Glass-Steagall. Dicha ley, que había estado vigente desde 1933, limitaba la actividad especulativa de las entidades financieras de la banca comercial.

El fuerte crecimiento del sector financiero a nivel internacional promulgo la opacidad del sistema derivada de la de la información asimétrica característica de los mercados financieros. La actividad se profundizó con la transformación del modelo tradicional de

*recibir depósitos y otorgar préstamos* en un modelo de *originación y distribución*<sup>2</sup>. El nuevo funcionamiento consistía en dar créditos (hipotecarios y otros) y ``empaquetarlos`` para venderlos a inversores con diferente grado de disposición al riesgo, es decir, la denominada *securitización* que trasladaba el riesgo hacia agentes tales como las compañías de seguros y las agencias de créditos públicas.

Este proceso se transformó en una práctica muy utilizada por los bancos dando lugar a un gran protagonismo de los bancos de inversión. Se estuvo ante una creación de crédito exuberante que, como lo señaló Leijonhufvud (2007), se transformó al sistema financiero en el modelo de puro crédito de Wicksell.

Si bien el sistema financiero configuró una gran complejidad, no solo hay que notar el lado financiero previo. La crisis irrumpió en un contexto macroeconómico particular. La nueva óptica predominante de la política económica de la época contribuyó con un marco particular. En este sentido, había un cierto consenso sobre un pretendido éxito que se había alcanzado tras años de menor volatilidad del producto bruto interno y de precios acompañado por una gran oferta de liquidez y tasas de interés descendentes (Gráfico N° 1). Como sugería Bernanke (2004), si bien todavía no se había llegado a un acuerdo de cuál era el factor determinante, no había dudas de que se estaba ante una época de mejor *performance* macroeconómico. Casi no había dudas que el aprendizaje macroeconómico en pos de la estabilidad había sido satisfactorio aunque la irrupción de la crisis era inmediata.

### **Algunos apuntes sobre la acción de los bancos centrales anterior a la irrupción de la crisis**

Como mencionamos en la sección precedente, los años de la denominada *Great Moderation* sesgaron la perspectiva de la gestión de la política monetaria desde la afirmación que la estabilidad era perpetua y que ante la existencia de una perturbación el mercado disponía de mecanismos de estabilización sumado a los instrumentos de

---

<sup>2</sup> Bleger, L. en Bleger, L., et. al. (2009).

autorregulación de los agentes financieros. Adicionalmente, la irrupción de países de industrialización acelerada como India y China, conformó nuevos y grandes mercados lo cual vigorizó aún más las finanzas internacionales.

En ese ámbito, el rol del banco central también estaba bajo un marco de consensos. La estrategia de la autoridad monetaria también se perpetuaba en los objetivos de menor volatilidad del crecimiento económico y de la inflación ya que la estabilidad financiera era vista como un objetivo ajeno al banco central. El argumento de ese entonces era que la acción de política monetaria no contemplaba la estabilidad de los precios de los activos ya que ésta era el campo de las autoridades regulatorias independientes, es decir, se estaba ante una *dicotomía en los objetivos* (Mishkin, 2012).

En ese contexto, los bancos centrales enfocaron su política hacia el control de la inflación en el corto plazo, objetivo que era cumplido exitosamente en el marco de las metas de inflación y las tasas de interés decrecientes.

Sin embargo, ese consenso masivo sobre el buen funcionamiento de los mercados y las mejores prácticas de política económica a las que se habían arribado luego de años de aprendizaje, *ex post*, tuvo resultados adversos.

La reducción gradual de los estándares regulatorios, como los implementados en el Acuerdo Basilea II, que dieron lugar a un gran ciclo de apalancamiento de las entidades financieras y en consecuencia una fragilidad financiera, transformó a la política monetaria evidentemente en más permeable a las consecuencias de un eventual cambio de ciclo. Esto fue evidente al iniciarse el cambio de fase del ciclo financiero en 2007 con los problemas en el mercado de hipotecas en Estados Unidos. La fase contractiva del ciclo *minskyano*, profundizada por la prociclicidad del sistema financiero, mostró los errores que se habían sostenido en el auge. Nuevamente, como en épocas previas, las certezas no fueron tales y la incertidumbre se torno cotidiana: *esta vez no fue tan distinto*.

### **3- Lecciones necesarias de la crisis: *Esta vez no es tan distinto***

El mencionado escenario macroeconómico y financiero internacional precedente no solo generó los acontecimientos conocidos sino que, hacia adelante, marcó grandes desafíos y dificultades para la gestión de los bancos centrales, principalmente respecto a la estabilidad y a la supervisión y regulación financieras.

Uno de los desafíos importantes que tienen las autoridades económicas y el mundo académico es, sin dudas, tomar las lecciones de esta nueva crisis *no tan distinta* a las anteriores, aunque con efectos de gran escala no tan comunes.

Si bien la discusión sobre las lecciones a considerar es extensa, desde donde se presentan diversos argumentos y matices a tener en cuenta en aras de una mejor comprensión de lo sucedido<sup>3</sup>, nuestra perspectiva considera los siguientes aspectos de particular relevancia:

1. Las interrupciones financieras como sus consecuentes crisis, son fenómenos que se deben abordar desde una visión de carácter estructural más que con el argumento relacionado a hechos causados por choques externos.
2. Hay que considerar *las dos caras de la moneda* de las innovaciones en el sistema financiero que se produjeron durante los últimos años. Por un lado, han expandido el crédito sustancialmente y generado la posibilidad de distribuir el riesgo pero por otro, dichas innovaciones han configurado un contexto de gran complejidad en el sistema las cuales también motivan auges insostenibles en ciertos sectores y limitan el accionar regulatorio pese a las recientes reformas del acuerdo de Basilea<sup>4</sup>.
3. En acuerdo con los puntos precedentes, es fundamental que las autoridades monetarias y financieras aborden al riesgo como un *factor endógeno* en lugar

---

<sup>3</sup> Por un lado y con un argumento más general, Caballero (2010) propone una crítica muy actual a la visión macroeconómica predominante al abordaje y, por otra parte, Minsky (2012) expone argumentos concretos sobre los aspectos a considerar para la banca central en los diferentes momentos de la crisis.

<sup>4</sup> En el nuevo marco denominado Basilea III (2010) se tienen en cuenta varios factores fundamentales para la regulación, supervisión y previsión de crisis aunque el sistema está lejos de una total resiliencia.

de la tradicional visión *exógena* instalada desde la teoría microeconómica de las finanzas corporativas<sup>5</sup>.

4. Asimilar la existencia de un *trade off* entre la estabilidad de precios y la financiera, y que éste genera una limitación importante en la gestión de los objetivos de los bancos centrales.
5. El renovado rol de prestamista de última instancia del banco central contribuyó a la salida de la crisis y se enmarcó en la tradición expuesta por Thornton (1802) y Bagehot (1873).

Respecto al primer punto, es importante destacar que si se desea prevenir eventos futuros similares, es necesario intentar comprender la crisis observando la morfología del sector financiero y sus interacciones, es decir, comprender el funcionamiento del sistema y sus relaciones.

El objetivo de comprender la dinámica agregada del sistema está ligado ciertamente a comprender la naturaleza de los ciclos económicos. Sobre este aspecto, la discusión se plantea en base a dos tipos de modelos:

- a. Un modelo relacionado con la estructura económica particular dentro de la cual las oscilaciones se postulan como autogeneradas por factores esencialmente endógenos. Estos modelos son argumentados principalmente dentro de una visión estructural como la planteada precisamente por Prebisch (1963) sobre la problemática de las economías Latinoamericanas; y más en general en Minsky (1982) y Kindleberger (2000). En relación a los fenómenos financieros, estas dinámicas se observaron frecuentemente en las crisis de deuda en los países Latinoamericanos de las décadas de 1980 y 1990, y en el mercado de hipotecas *Subprime* en Estados Unidos<sup>6</sup>.

---

<sup>5</sup> En línea con este argumento Borio (2003) propone una necesaria modificación en la visión sobre el tratamiento del riesgo a nivel agregado. Visión que se instala para la perspectiva macroeconómica.

<sup>6</sup> Frenkel (2003 y 2010) y Heymann (2009).



b. El otro esquema argumenta que las oscilaciones son generadas por perturbaciones diversas externas a las variables que explican la dinámica del sistema. Tales perturbaciones puede ser invocaciones exógenas que modifican el contexto o fenómenos súbitos no anticipados relacionados con la naturaleza ya que se obtenían modelos del verdadero funcionamiento de la economía donde los problemas estructurales y la incertidumbre habían sido superados. De hecho, se conocían con cierta precisión las distintas perturbaciones de naturaleza estocástica.<sup>7</sup> Modelos utilizados con mayor frecuencia hasta la crisis cuyo principal exponente en el Modelo de Equilibrio General Dinámico Estocástico (DSGE)<sup>8</sup>.

Como ya lo mencionamos, existe una convergencia *ex post* sobre el tipo de modelo que explica los ciclos contractivos y la crisis iniciada en 2007. El modelo de características endógenas está ampliamente aceptado en los espacios de discusión académica y de gestión de política. Desde esa perspectiva y ante la necesidad de tomar las lecciones de lo ocurrido, podemos afirmar que es deseable que la política monetaria y financiera consagre a la inestabilidad en los mercados financieros como un factor inherente a la estructura del sistema y predominante en la irrupción de una crisis, y no que ésta última sea solo causa de un evento no esperado, es decir, un *choque exógeno*. Tras la adopción de esta perspectiva, uno de los aspectos fundamentales es que durante las fases de auge de los precios financieros la política regulatoria podrá gestionar su regulación prudencial contracíclica.

Respecto al segundo aspecto, es importante notar *las dos caras de la moneda* de la innovación financiera. En este sentido, la lección está dada principalmente en la *cara adversa* de las innovaciones que modificaron particularmente la naturaleza de los mercados financieros. La defensa a las innovaciones que han producido, en principio, una reducción en los costos de transacción financieros, derivados del mayor acceso a la información, ha generado un avance sin precedentes. ya que se tienen datos de

---

<sup>7</sup> Para una exposición sobre este punto véase Heymann (1998) con aspectos estructurales del sistema económico y, más concretamente, Woodford (1992).

<sup>8</sup> Basco et. al. (2007) propone una interesante exposición sobre los efectos de la incertidumbre en el diseño y las perspectivas de la política monetaria. Por otra parte, exposiciones alternativas a estos modelos desde la Crisis Financiera internacional se pueden ver en De Grauwe (2012) y Keen (2012).

estado de situación financiero de particulares y empresas así como datos contables que se utilizan para evaluar los perfiles crediticios. Asimismo, la utilización masiva de la tecnología junto con la mayor competencia entre las entidades bancarias y de crédito promulgaron un aumento sustancial en la generación de crédito, generando ganancias de competitividad vía líneas de largo plazo a las empresas pero también la posibilidad de un alto grado de apalancamiento, éste último fenómeno fue un elemento determinante en la crisis iniciada en el año 2007. Sin embargo, como lo expuso tempranamente Rajan (2005), este aumento masivo en la participación del sector financiero no solo generó esos avances sino también un conjunto de vulnerabilidades y complejidades derivadas de esas nuevas formas de financiarse y de la característica procíclica del sistema financiero.

Uno de los rasgos fundamentales de las innovaciones fue el surgimiento de intermediadores financieros administradores de fondos. Estos, al tener el objetivo de maximizar sus ganancias, estaban alentados a posicionarse en activos de mayor riesgo dado que les reportarán mayor utilidad, lo que generó un sesgo hacia posiciones riesgosas en el sistema. A su vez, la complejidad inherente a la interconexión masiva del mercado generando gran cantidad de activos financieros con un riesgo mayor y la dinámica procíclica la cual estaba asociada a que esos mayores riesgos se acumulaban durante el auge (Ocampo, 2009). Estos aspectos hicieron que ante un evento no favorable, los comportamientos de manada y el vuelo hacia la calidad afecten al sistema tornándolo muy vulnerable. A pesar de la reformulación del Acuerdo de Basilea tras la crisis, denominado Basilea III, que establece nuevos ratios de capital, restricciones al apalancamiento y nuevos aspectos para la cobertura del riesgo, las vulnerabilidades que ha presentado la interconexión a gran escala de las entidades financieras y el uso de nuevos instrumentos siguen activas.

El argumento aleccionador en este punto descansa en que las innovaciones generaron complejidades para la autoridad monetaria y los mecanismos de regulación dando lugar a que la prociclicidad del sistema se acentúe y genere mayor probabilidad de interrupciones financieras con propagaciones hacia la economía real a través del *canal*

*del crédito*<sup>9</sup> como se observó en algunas fases de la crisis previa intervención de los principales bancos centrales.

Respecto a la consideración del riesgo como un factor endógeno de la crisis, es de gran importancia este cambio de postura por parte de los bancos centrales y los organismos regulatorios en busca de abordar la problemática con herramientas macroprudenciales como argumentaremos más adelante. La visión predominante del pasado reciente era de carácter microeconómico y constaba en distribuir el riesgo a través del mercado. De este modo, el tratamiento de este factor era como una variable exógena. Fueron diversos los modelos de gestión y valuación de cartera que distribuían activos de baja calidad en carteras de alta calidad para luego asegurarlos. Con estas prácticas se entendía que el riesgo era marginal y la perturbación podía generarse a través de un factor externo al modelo. Tesis que no se cumplió cuando los problemas en el sector de hipotecas *Subprime* ejercieron un efecto contagio a nivel sistémico. De este modo, argumento que abordar al riesgo como un elemento propio del sector contribuirá al objetivo de supervisión y regulación prudencial.

El cuarto aspecto y muy importante a considerar en el aprendizaje de la crisis, es el desafío con que se enfrentan las autoridades monetarias generado en el *trade off* entre estabilidad de precios y estabilidad financiera. Desde este punto se desprende una posible contingencia entre la estabilidad de precios y la fragilidad financiera, tensión que fue conocida por las economías de mercado emergente en los últimos años del siglo XX. Esto podría darse en el siguiente caso: en el nuevo escenario financiero internacional, descrito en los puntos anteriores, ante un fuerte influjo de inversiones de corto plazo donde la liquidez externa sirve para financiar proyectos de inversión del sector público y, a su vez, como consecuencia del boom financiero, las empresas domésticas perciben que la situación de liquidez va a perpetuarse entonces deciden apalancarse excesivamente. En principio, va a producirse un aumento de la demanda agregada que va a presionar hacia arriba el nivel de precios. La autoridad de política monetaria, con el objetivo de la estabilidad de precios, decide aumentar la tasa de

---

<sup>9</sup> Kashyap y Stein (1993) dan una clara exposición sobre el canal del crédito bancario y sus efectos sobre la economía real.

interés. Las empresas que estaban apalancadas sufren un deterioro en sus hojas de balance dado sus deudas de corto plazo ya que tampoco pueden acceder plenamente a crédito externo. En la fase expansiva del ciclo financiero, acomodaron sus expectativas en base a ese escenario de liquidez pero no conociendo fehacientemente posibles hechos súbitos de salidas de capitales. Si este hecho se propaga hacia demás sectores puede generarse una crisis financiera.

Desde el caso precedente notamos que la política de estabilidad de precios no es la mejor para la estabilidad financiera. Ciertamente, esos dos objetivos relevantes que se propone perseguir el banco central deben ser afrontados con más instrumentos. Una de las lecciones más notables de esta crisis es que insta el desafío de definir instrumentos acordes para tal fin, los cuales se discutirán en el presente trabajo.

Finalmente, el quinto punto fue sustancial en la fase de manejo de la crisis. La acción de los bancos centrales en la provisión de liquidez fue determinante para contrarrestar los efectos de contagio sistémico hacia los agentes financieros<sup>10</sup>. Luego de una especie de desbalance a favor del mercado por sobre las tareas de las autoridades monetarias, la intervención de las autoridades monetarias en su rol de prestamista de última instancia motivaron reconocidos efectos positivos al evitar la aceleración de hechos de iliquidez e insolvencia. En este punto, fue bienvenida la tradicional acción defendida por Bagehot (1873) sobre el aprovisionamiento de liquidez en momentos determinados como una crisis.

#### **4- Desafíos de política ante el nuevo escenario internacional: Un nuevo rol para la política monetaria y de regulación.**

Sin dudas, la crisis iniciada en 2007 ha puesto en evidencia grandes fallas en el mercado financiero y creencias erróneas: desde la hipótesis de mercados perfectos junto con la capacidad de autorregulación de los mercados financieros hasta la afirmación que la estabilidad en la inflación y el crecimiento tienen como consecuencia la estabilidad financiera. Hipótesis muy arraigadas en los análisis económicos y las

---

<sup>10</sup> Borio y Disyatat (2010) argumentan sobre este punto.

políticas económicas y de regulación precedentes a la crisis. No obstante, *ex post*, es evidente que la dinámica económica no tendió a replicar tales hipótesis.

Desde esa problemática, se ha planteado una agenda extensa de desafíos para la banca central y las instituciones de regulación internacional. Desde perspectiva, proponemos que se deben abordar esa agenda teniendo en cuenta la existencia de dos desafíos sustanciales en la materia:

1. *Implementación de políticas prudenciales y de supervisión en el marco de la interacción ``política monetaria-estabilidad financiera``*: Existe un gran reconocimiento sobre la necesidad de gestionar modificaciones en el marco regulatorio del sistema financiero, pues es evidente que el conjunto de regulaciones no era consistente respecto a la configuración del sistema. Tal necesidad no solo emerge tras las disrupciones financieras y en la economía real, sino que se enmarcan en el escenario complejo dado por las innovaciones de los últimos años. Sobre este tema proponemos que los elementos de política crucen la frontera de la tradición macroeconómica pre-crisis desde la cual se desprendía una *dicotomía* en el accionar del banco central que imprimía cierto sesgo de imposibilidad: estabilizar la inflación o estabilidad financiera. Dadas las mayores interacciones observadas en los mercados financieros, de destaca la necesidad de nuevos instrumentos de gestión para la política monetaria en particular. Desde ese respecto, la instauración de elementos de gestión de *prudencialidad y supervisión*, en línea con el Acuerdo Basilea III, constituye una innovación sustancial que puede brindar mayor espacio de gestión para el cumplimiento de sus múltiples objetivos<sup>11</sup>.
2. *La aplicación de una política monetaria no convencional ante eventos de crisis en coordinación con objetivos de estabilidad macroeconómica*: esta modificación se desprende del hecho inevitable relacionado con los efectos que tienen las crisis financieras sobre la estabilidad macroeconómica a través principalmente

---

<sup>11</sup> Borio (2003), Borio y Lowe (2001) y Crockett (2001), entre otros; realizaron sugerencias en este sentido años previos a la crisis.

del *canal del crédito*. En este sentido, es importante la ejecución de políticas no convencionales como la provisión masiva de liquidez al mercado. Ante la posibilidad de disrupciones económicas, la política monetaria puede contribuir con los objetivos de las políticas de estabilización macroeconómica a través de provisión de crédito a las entidades. La coordinación de ambas políticas puede suavizar la caída de la demanda agregada en situaciones de volatilidad e incertidumbre y evitar propagaciones de mayor escala que deterioren aún más el sistema. En consecuencia, se sostiene que la visión de política monetaria emergente tendría una *perspectiva sistémica o de mayor balance*, es decir, conservaría sus determinantes financieros y tendría en cuenta también una acción balanceada con la estabilidad macroeconómica<sup>12</sup>.

#### 4.1. Las políticas prudenciales y de supervisión

Es importante definir cuál debería ser el propósito y el alcance de la regulación ya que la necesidad de un instrumento adicional de política es indudable frente al objetivo de estabilidad financiera. Como se ya mencionó, la interacción *política monetaria-estabilidad financiera* evidenció una dicotomía para los objetivos del banco central. En ese marco, una política de regulación eficaz y no netamente monetaria agregaría un instrumento que aliviaría tal interacción<sup>13</sup>. Para esto, debemos definir sucintamente las funciones de la regulación prudencial<sup>14</sup>:

Por un lado, se ejerce protección principalmente a los pequeños ahorristas y tenedores de activos ante el eventual default de las entidades, es decir, regulación *microprudencial* desde la cual se da importancia a las instituciones a nivel individual. Bajo esta perspectiva, el riesgo es exógeno, es decir que las posibles perturbaciones se generan por la acción de ciertos factores de riesgo que no controla el sistema. Desde esta óptica, se establece que si cada agente se encuentra en una posición segura ante el riesgo el sistema en su conjunto también estará en similar situación.

Por otra parte, es función contener la propagación sistémica del riesgo o *efecto dominó*. Esto se refiere a la regulación *macroprudencial*, es decir, observar los elementos que

---

<sup>12</sup> Borio (2014) propone una política económica conjunta (monetaria y fiscal) y balanceada para mitigar los ciclos financieros.

<sup>13</sup> Aludimos como *netamente monetaria*.

<sup>14</sup> En Brunnermeier et. al. (2009) y Dewatripont et. al. (2011) se encuentran definiciones concretas sobre regulaciones prudenciales.

ponen en riesgo la estabilidad del sistema en su conjunto en lugar de limitarse a la posible falla de una entidad desde donde se deriva que esos factores de riesgo son endógenos. Este abordaje cuenta con distintos instrumentos e indicadores para la supervisión teniendo en cuenta con las condiciones macroeconómicas. Algunos de ellos son:

- Requerimientos de capital y liquidez contracíclicos.
- Supervisión sobre los incentivos de los administradores financieros.
- Generación de indicadores agregados de exposición al riesgo a través de información de organismos internacionales<sup>15</sup>.
- Indicadores de desvío del crecimiento del crédito respecto a la media histórica.
- Distintos test de exposición a riesgos macro sobre las entidades y el conjunto de las mismas.

La adopción de una u otra perspectiva va a depender de cómo pensemos la estabilidad financiera y los posibles efectos ante un evento disruptivo. *Ex post* a lo sucedido, existe una vasta literatura que propone a las políticas macroprudenciales para un mejor marco de regulación dadas la gran interconexión del sistema financiero actual<sup>16</sup>. A lo que se agrega, una visión compartida con la política fiscal en pos de la sustentabilidad del espacio de gestión de regulación. En resumen, el marco macroprudencial propuesto debe ser abordado no solo por las autoridades monetarias sino en conjunto con los hacedores de política fiscal.

Ciertamente si solo aplicamos una óptica microeconómica, los grados de libertad de la política monetaria y su eficacia serían menores. Por esto, es que argumentamos que utilizar instrumentos que no solo supervisen ciertas entidades sino que contemplen el riesgo del sistema sería un avance sustancial.

Desde ese respecto y en aras exponer la conveniencia de la perspectiva macroprudencial brindaremos un caso simple estático de determinación del costo del crédito para una economía que no está expuesta ante riesgos sobre el tipo de cambio ni posibles choques en los términos de intercambiando que puedan afectar a la tasa de interés<sup>17</sup>. El nivel de tasa de interés de los préstamos entonces va a estar dado por:

---

<sup>15</sup> En Vanoli (2008) se plantea la existencia de un consenso internacional acerca de la conveniencia de poseer mejor información sobre instrumentos financieros a través de organismos supranacionales como la Organización Internacional de Comisión de Valores (IOSCO).

<sup>16</sup> Brunnermeier et. al. (2009) y Dewatripont et. al. (2010).

<sup>17</sup> Ingves (2013) propone un abordaje similar pero también con aspectos dinámicos.

$$i_t^a = i_t + \beta_t(\delta) + \varphi_t(\gamma)$$

Donde:

$i_t$ : Tasa de interés de política del banco central.

$\beta_t$ : Costo del préstamo adicional o tasa marginal de acuerdo al estado del sistema.

$\delta$ : Indica la variación de la regulación macroprudencial dada por la evaluación y percepción del riesgo por parte del banco central.

$\varphi_t$ : Variable causal que capta la posibilidad de accionar ante un escenario de gran exceso de crédito, es decir, ante indicios de apalancamiento masivo y desviaciones de la actividad financiera respecto a fundamentales macroeconómicos. Tal variable será nula ante períodos de estabilidad financiera.

$\gamma$ : Probabilidad de ocurrencia de fragilidad financiera sistémica dada por gran nivel de apalancamiento en las entidades.

La tasa marginal ( $\beta_t$ ) va a contener los costos de fondeo y de capital de las entidades que van a estar dados por la política monetaria en su acción macroprudencial de acuerdo a la evaluación y percepción del riesgo del sistema al momento t más una posible profundización de las medidas ante el riesgo de contagio sistémico. Esto va a estar captado por  $\delta$  y  $\varphi_t$ , respectivamente. A su vez, la variación de  $\varphi_t$  puede o no acompañar una variación de la tasa de política. En consecuencia:

- $i_t \geq 0$
- $\beta_t, \varphi_t \geq 0$
- $-1 \leq \delta \leq 1$ : este valor se refiere a que va a tener mayor efecto causal contractivo (cercano o igual a 1), a través de  $\beta_t$ , cuando se esté en pleno auge y menor efecto en la fase contractiva del ciclo (valor cercano o igual -1).
- $\gamma \geq 0$ : Parámetro que va a ponderar la existencia de escenarios de apalancamiento generalizado.

Dado el comportamiento de la variable costo adicional ( $\beta_t$ ), la política prudencial aplicada va a tender a suavizar el ciclo financiero. Esto agrega una variable más a la tradicional tasa de interés la cual va a ser utilizada por la política monetaria. Una perspectiva adicional a la importancia de un marco regulatorio que provea cierta sustentabilidad de la estabilidad, ante la prociclicidad del sistema y el caos de una



crisis, es el valor social que tienen las entidades el cual excede el valor presente del patrimonio neto del mismo. A su vez, esto introduce el carácter de bien público a la estabilidad del sistema financiero<sup>18</sup>.

El sistema va a tender a la estabilidad, cuando en el marco de la determinación de la tasa, las fuerzas que impulsen medidas de política sean mitigadas por tal efecto convergiendo a un nivel determinado de  $i_t^a$ . Esto se va a dar cuando se cumpla la igualdad de la ecuación, es decir, cuando iguale a la tasa de política más los costos que impone la regulación macroprudencial de acuerdo a la percepción corriente más una variable que solo se activará ante grandes niveles fragilidad financiera:

$$i_t^{ae} = i_t + \beta_t + \varphi_t(\gamma)$$

Consideremos el caso de la irrupción de problemas en principio de liquidez en un sector del sistema como lo sucedido el mercado de hipotecas Subprime en Estado Unidos. Si estaríamos solo ante la aplicación de políticas micro, las autoridades deberían tratar individualmente el problema pero esto agregaría un factor de riesgo importante que es el posible contagio sistémico.

En ese marco, ante un hecho disruptivo, si bien el marco regulatorio puede actuar, el efecto sobre otros agentes puede no ser neutralizado y generar una dinámica procíclica en todo el sistema. Mientras que las regulaciones macroprudenciales pueden monitorear algunas entidades en particular pero su principal función es ajustar su supervisión sobre el riesgo sistémico, es decir, tomando en conjunto todos los participantes del sistema financiero.

El banco central plantea, en acuerdo con los objetivos fiscales (balanceo de políticas), no solo modificar la tasa de interés de referencia ( $i_t$ ) sino que tras evaluar los indicadores de riesgo sistémico, decide alterar  $\delta$  la cual va a modificar la tasa de interés de los préstamos( $i_t^a$ ) a través de la variable  $\beta_t$ . A su vez, esa alteración puede estar dar ante la ocurrencia de un posible contagio sistémico, como se percibió en 2008 tras la caída de Lehman Brothers, el banco central deberá relajar su política prudencial.

Contrariamente, en la fase de expansión exuberante, la política de regulación anticíclica puede profundizarse través de  $\varphi_t(\gamma)$ , esto puede estar dado ante el establecimiento de requerimientos extraordinarios de capital, encajes especiales o una política restrictiva frente a la toma de riesgo sobre los administradores financieros.

En resumen, si se utilizan requerimientos de capital contracíclicos, la tasa de interés activa debería aumentar ante un ciclo de auge del crédito. Por otra parte, debería

---

<sup>18</sup> Rochet (2007) expone un modelo con estos aspectos.

relajarse ante la posibilidad de interrupciones financieras sistemáticas cumpliendo, de este modo, el efecto contracíclico deseado. Asimismo, ante ciclos de expansión abrupta y desalineamientos respecto a los fundamentales de la economía real, el banco puede ajustar su política, dado ciertos indicadores de supervisión, a través  $\varphi_t(\gamma)$ .

Por otra parte, otra de las funciones que puede aplicarse desde este enfoque es la aplicación de *sintonía fina* de la política monetaria a través del costo del crédito que promulgue una regulación diferencial. Esto es, desde este enfoque de tasa de interés, las autoridades monetarias podrían aplicar una tasa de interés diferencial sobre ciertos los sectores. Tendríamos una tasa activa menor para el sector productivo en la fase de expansión del ciclo y una tasa de interés más elevada para los sectores netamente financieros. Esa sintonía fina en la política monetaria solo podría aplicarse en coordinación con la política fiscal en pos de identificar los sectores productivos y los posibles objetivos de desarrollo regional.

Sin embargo, desde esta perspectiva no todo es favorable. La posibilidad de *arbitrajes* y *represión financiera* no es nula. Para ese último caso podemos pensar en una asignación alta para el costo marginal dado por una memoria de crisis financiera profunda, alta inflación y/o evaluaciones erróneas en los test de percepción de riesgo. Esto va a materializarse en niveles altos de  $\beta_t$  por encima del valor de equilibrio de  $i_t^a$  resultando en costos socio-económicos generados en la mala asignación del crédito, bajo nivel de inversión y, en el mediano y largo plazo, subdesarrollo del sistema financiero doméstico.

Finalmente, a pesar de que estos nuevos instrumentos mitiguen el efecto procíclico y inherente al sistema financiero, es difícil eliminar el riesgo y evitar posibles crisis. La naturaleza misma de las transacciones financieras implica la toma de riesgo y esto es un factor común de generación de volatilidad y posibles pérdidas patrimoniales severas.

#### **4.2. Política monetaria no convencional y alineamiento con objetivos macroeconómicos**

Las acciones no convencionales de política monetaria fueron un gran acierto en la administración durante la crisis. De hecho, una de las políticas preponderantes de los bancos centrales en la administración de la misma la notamos como una de las principales lecciones tomadas de la crisis de la década de 1930.

En un contexto de grandes fallas en el funcionamiento de los mercados marcadas principalmente por la asimetría de la información y la incertidumbre acerca del verdadero estado de situación patrimonial de algunas entidades financieras de importancia junto con las consecuencias conocidas, uno de los principales aspectos fue el despliegue de una intensa actividad de prestamista de última instancia que se ha observado concretamente en el banco central de Estados Unidos (FED) y el Banco Central Europeo (BCE). Como lo han expuesto varios académicos y banqueros centrales, la flexibilidad y coordinación que se observaron por parte de la política monetaria, especialmente en esas dos autoridades, ha marcado la vuelta de la acción tradicional de la autoridad monetaria. Accionar ampliamente definido y argumentado por Thornton (1802) y Bagehot (1873)<sup>19</sup>.

La provisión de liquidez, la ampliación de las hojas de balance de las autoridades monetarias a través de compras masivas de activos, y el plan denominado *Quantitative Easing*, han evitado una mayor profundización de la crisis a pesar de las críticas sobre la base de posibles consecuencias de fenómenos *moral hazard*.

No obstante, debemos apuntar que ese tipo de acciones van a ser particularmente esperable luego de crisis de gran escala o que al menos tengan potenciales alcances. Contrariamente, frente a una recesión sin la presencia de ciclo financiero abrupto, la intensidad del accionar de la política monetaria no convencional puede ser no requerida.

Desde ese punto, entonces, estas políticas son esencialmente útiles en contextos particulares signados por crisis. En esos eventos, la incertidumbre, la fragilidad financiera y el comienzo de promesas rotas a gran escala pueden amplificar los fenómenos iniciales. La transmisión de los efectos contractivos hacia la economía real también es sustancial: la interrupción de oferta y demanda de crédito afectan el crecimiento económico a través de la inversión y el consumo. Adicionalmente, a pesar de la innovación de nuevos instrumentos financieros disponibles en el mercado, ante la existencia de un segmento de entidades que no tienen acceso a ellos, se va a depender

---

<sup>19</sup> Un estudio comparativo sobre estas posiciones se puede ver en Bordo (1989).

directamente de la provisión del banco central, es decir, el canal del crédito sigue activo con independencia de la nueva configuración del sistema financiero.

En esos escenarios, como lo señala Borio (2014), el rol de la política monetaria enfocada solo en la tasa de interés puede tener limitaciones tras crisis financieras severas o las que denomina *balance sheet recession*. Las fases contractivas luego de *auges exuberantes* tienen consecuencias más severas sobre el sistema y, especialmente, sobre la intermediación financiera haciendo que el espacio de política monetaria y, en consecuencia, su transmisión sean débiles.

Dados esos aspectos, se presentan dos argumentos centrales para la implementación de una política monetaria no convencional, especialmente dado por la acción del banco central como prestamista de última instancia pero agregando, a su vez, los nuevos canales evidenciados en la gestión de la crisis:

- En episodios donde la estructura económica ha sido severamente afectada, como las crisis financieras luego de expansiones abruptas del apalancamiento y, por ende, la fragilidad financiera del conjunto de agentes; la acción de la autoridad monetaria debe trascender la convencional herramienta tasa de interés. Los mecanismos de provisión de liquidez se tornan fundamental para el sistema pero no así una herramienta de carácter único. Diferentes canales pueden ser utilizados para esta acción ya que el alcance de tal política no está asegurado ante la existencia de *estigmas* (Bagehot, 1873) el cual pone en evidencia posibles comportamientos reacios a utilizar cierto aprovisionamiento de liquidez por parte de las entidades. En este sentido, por ejemplo la creación de una subasta de liquidez (TAF) por parte de la Fed mitigó este efecto.
- La importancia de realizar una gestión no convencional debería contemplar una estrategia cooperativa con las autoridades de política fiscal. Luego de la evidente falla de coordinación que se generó entre el lado financiero y real de la economía para establecer la sustentabilidad de la estabilidad macroeconómica, se torna necesario que el set de herramientas de política económico establezca una

senda común de equilibrio en el marco de un régimen de política con determinadas líneas de acción. En ese nuevo régimen se podrá tener menores niveles de incertidumbre si la política monetaria, financiera, de supervisión y fiscal tengan objetivos compartidos. Por esto, lo novedoso en los últimos años de política monetaria es por un lado, el reconocimiento que en ciertos estados denominados críticos, la dinámica económica no responde o responde débilmente a los impulsos monetarios y, en consecuencia, la necesidad de una política fiscal que actúe mancomunadamente con la primera. Hay una extensa evidencia acerca los costos que se pueden contraer ante una gestión de política descoordinada especialmente luego de una disrupción financiera profunda y sus consecuentes *efectos no lineales* sobre la macroeconomía<sup>20</sup>. En este sentido, también se destacan los problemas que puede estar arraigados en una estructura económica particular y que determinan fluctuaciones lo cual puede actuar como un mecanismo propagador de perturbaciones (Heymann, 1998). Si bien esta problemática cobra relativamente mayor importancia en las denominadas economías emergentes, ante episodios profundos de crisis e incertidumbre se extienden masivamente.

## **5- Algunas anotaciones particulares para las economías emergentes de Latinoamérica: Nuevas y mejores prácticas de política ante desafíos aún vigentes**

El inicio de la crisis ha encontrado a la mayoría de las economías emergentes latinoamericanas, en perspectiva histórica, con una configuración macroeconómica distinta la cual fue favorable dada la capacidad de respuesta que se observó durante la propagación a nivel mundial. Mientras que, en contraposición a la actualidad, durante el último cuarto del siglo XX, las crisis cambiarias y financieras de la región han sido generadas por ciclos endógenos y/o profundizadas por choques exógenos y contextos internacionales poco favorables.

---

<sup>20</sup> Bech (2012) plantea la debilidad de a política monetaria en ciertos escenarios y, en consecuencia, una acción de política mancomunada con todos los instrumentos disponibles. A su vez, Mishkin (2012) expone los *efectos no lineales* de las disrupciones financieras relacionados con procesos de gran propagación.

Lo novedoso es que desde los inicios de la crisis actual, no se evidenció una propagación plena y sostenida del contagio hacia las economías emergentes. Esta última afirmación tiene dos grandes aspectos que han sido de gran importancia para su sostenibilidad: por un lado como ya se mencionó, la irrupción de dos grandes economías emergentes como China e India, han sido de gran importancia en el comercio y la relajación de la restricción externa de los países de Sudamérica. Por otro lado, las políticas fiscal, monetaria y de deuda con un sesgo prudencial, han tornado a los ciclos de crecimiento de la región algo más estables. Evidenciando que la acumulación de reservas internacional ha dado mayor confianza y capacidad a los bancos centrales ante la mayor volatilidad financiera (Bastourre et. al., 2006). Estos activos externos fueron una cobertura importante para las economías de la región ante salidas súbitas de capitales o *sudden stops* y volatilidad del tipo de cambio.

Las innovaciones favorables de política económica se expusieron en las políticas de minimización de deudas soberanas, objetivos de inflación, controles en el mercado de capitales y administración de tipos de cambio competitivos. Este marco generó, *ex post*, una mayor previsibilidad relativa y capacidad de respuesta ante shocks externos.

Sin embargo, a pesar de esa mejor *performance* macroeconómica de la región, se observó una segunda etapa, de gran efecto, motivada por la caída de Lehman Brothers en 2008, uno de los principales bancos de inversión, y las posteriores absorciones de grandes instituciones financieras (Dooley y Hutchison, 2009).

A esos hechos se agregan aspectos de características endógenas: Las restricciones que plantean la estructura social y económica de la región siguen estableciendo desafíos en la administración de política monetaria y financiera. Uno de los elementos fundamentales es la persistencia de ciertos rasgos de incertidumbre luego de períodos de crisis frecuentes. Esa persistencia ha permeado en las estructuras de las economías y en la memoria de los agentes lo cual afectó la estabilidad financiera, de la inflación y del crecimiento económico.

Esos eventos reiterados con marcados ciclos contractivos y gran incertidumbre, materializados en severas crisis cambiarias y financieras, han configurado grandes

desafíos hasta la actualidad. Uno de ellos es la construcción de credibilidad de las autoridades económicas y, en particular, monetarias y la generación de mayor disponibilidad de instrumentos de política.

En respuesta a esos desafíos, postulamos la necesidad de una profundización de las de políticas prudenciales para las economías expuestas a la volatilidad frecuente como el caso del pasado reciente en la región. Para esto graficar esto, podemos citar nuevamente el modelo anterior simple de determinación del costo del crédito pero con una variable adicional que va a representar los factores idiosincráticos de estas economías aludiendo a efectos propagadores o no lineales que se generan iniciada una crisis.

$$i_t^{ae} = i_t + \beta_t + \varphi_t (\gamma_{latam}) + \pi_{latam}$$

- **$\gamma_{latam}$** : Representa la probabilidad de ocurrencia de fragilidad financiera dada por un gran nivel de apalancamiento en las entidades pero menor al del anterior modelo dadas las restricciones en el acceso al crédito externo por parte de los agentes.
- **$\pi_{latam}$** : variable que capta los factores idiosincráticos tales como el riesgo cambiario, el riesgo país y la menor eficacia relativa de la política económica dado el mayor grado de incertidumbre de esas economías.

Ante la irrupción de un escenario de auge financiero, estas economías podrán activar su política anticíclica no solo a través de  $\beta_t$  y  $\varphi_t (\gamma_{latam})$  sino también profundizando esas medidas de acuerdo a la mayor probabilidad de riesgo de contagio que disponen sus estructuras económicas a través de  $\pi_{latam}$  elevando el costo del crédito.

Hay que notar que es deseable que la política monetaria no active la variable idiosincrática en fases de relativa estabilidad financiera y real ya que puede generar mayores costos del crédito en mercados financieros de menor profundidad relativa.

Otro aspecto relevante, es que en escenarios de volatilidad de precios de bienes y servicios, el equilibrio del costo del crédito puede perturbarse si se implementa una política monetaria restrictiva generando posibles malas asignaciones del crédito aunque podría mitigarse si se optará por una diferenciación de tasas de interés como se planteó anteriormente.

En escenarios de súbita salida de capitales debido a *vuelos a la calidad* (como los observados a partir de 2008), la política monetaria debe desplegar su accionar no convencional para dar sostenibilidad al sector financiero e indirectamente al crecimiento económico.

La perspectiva monetaria aislada es aún algo más deficitaria en estas economías. En este orden, identificamos dos dificultades adicionales para la eficacia del marco prudencial y de la política monetaria: por un lado, el sesgo de composición del actual sistema de reservas internacionales dado principalmente en el dólar norteamericano (Ocampo, 2009) y por otro, lo que Eichengreen y Hausmann (1999) denominan el *“pecado original”* de los países de la región.

La imposibilidad de muchas de las economías de la región en emitir deuda de largo plazo con moneda propia debido a la limitación de la demanda (*pecado original*), ha expuesto a estas economías a grandes vulnerabilidades funcionales a los shocks que trascienden la gestión de política interna y a la obligación de un costo mayor por acumular reservas principalmente en divisas. Si bien estos hechos pueden ser un resultado de una historia con muchas analogías respecto a las crisis conforman, sin dudas, un límite que pone al descubierto uno de los problemas del sistema monetario internacional.

Finalmente, los desafíos de afianzar los avances en la minimización de los problemas estructurales a través de las mejoras relativas de política económica que han configurado una macroeconomía más estable, siguen estando en el horizonte y hacen necesaria la perpetuación de tales políticas. Adicionalmente, a pesar de que actualmente se observan mayores instrumentos de gestión y el inicio de una posible coordinación de políticas como el que se plantea a través de la creación del Banco



del Sur, la región se enfrenta también al desafío de la reforma necesaria de la Arquitectura Financiera Internacional. Desafío que al menos tiene que enmarcar una mayor participación de las monedas nacionales en el sistema financiero internacional como así una regulación de mayor alcance que incluya estándares adecuados, a su vez, para las economías de la región.

## **Conclusiones**

El trabajo abordó la problemática de la política monetaria y prudencial en el marco de la crisis financiera internacional iniciada en 2007. Sin dudas, ese hecho signó un nuevo rumbo con complejidades y desafíos para los académicos y los hacedores de política.

La falta de una regulación acorde y los conocidos problemas del sistema financiero generados especialmente por la información asimétrica y los comportamientos irracionales en el auge, ha colocado a gran parte de la economía mundial en un proceso de contracción profunda y de gran peligro. Desde ese punto, los costos económicos son sustanciales y trascenderán en mayor medida si las lecciones no son aprendidas.

El marco principal que se construyó para generar las propuestas, el presente análisis y las nuevas propuestas de política, intentó el camino pragmático, pues como lo señal sugestivamente uno de los principales pensadores de banca central como Bagehot (1873), algunas herramientas son válidas para algunos escenarios y otras para otros escenarios dentro de una variación en la profundidad de su utilización. Idea también desprendida en Mario Bunge (1961) desde la que se alude que no siempre existe una unidireccionalidad en la causación de eventos o fenómenos. Desde ese punto, afirmamos como ya lo solían hacer perspectivas estructuralistas como la de Prebisch (1944), la existencia de la no linealidad en las consecuencias de una crisis financiera puede explicar y alertar sobre la propagación de tales consecuencias. Abordamos entonces la ausencia de esa unidireccionalidad y no linealidad para proponer una visión sistémica de la política monetaria junto con la importancia de políticas macroprudenciales que generen sesgos anticíclicos en la dinámica de los mercados

junto a un acondicionamiento para mayor supervisión en el sistema. Lección que quizás ya se desprendía de las crisis pasadas del Cono Sur.

Una política monetaria que contenga un enfoque temporal de mayor alcance puede construir estabilidad influyendo en las decisiones de los agentes privados las cuales se toman sobre heurísticas y lógicas acerca de las perspectivas económicas futuras. Esto solo, estimamos, tenderá a una senda más estable si la construcción de la política económica en conjunto tiene el objetivo intrínseco de evitar las modificaciones abruptas en las tendencias y comportamientos de las variables fundamentales de la economía ya que, contrariamente, se estará ante un aumento acelerado de la incertidumbre en la perspectiva de los agentes y, en consecuencia, una mayor fluctuación económica.

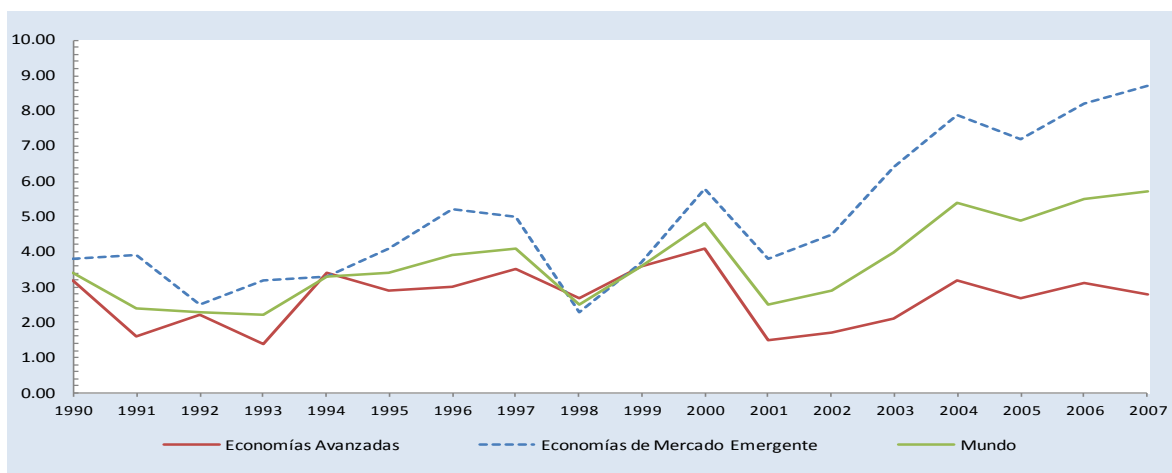
Desde la perspectiva presentada, concluiremos recordando una frase aleccionadora de Bagehot (1873) sugiriendo la complejidad y el pragmatismo que enunciamos párrafos anteriores:

“... The practical difficulties of life often cannot be met by very simple rules those dangerous being complex and remedy for many diseases often ends by killing the patient...”.

## Anexo

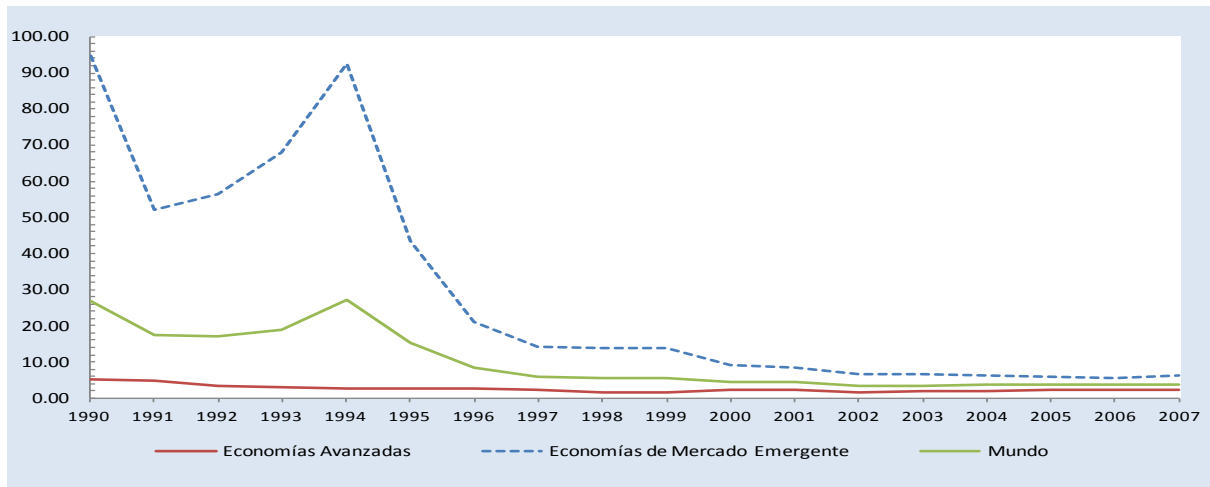
Gráfico N° 1

Tasa de crecimiento real del PBI.



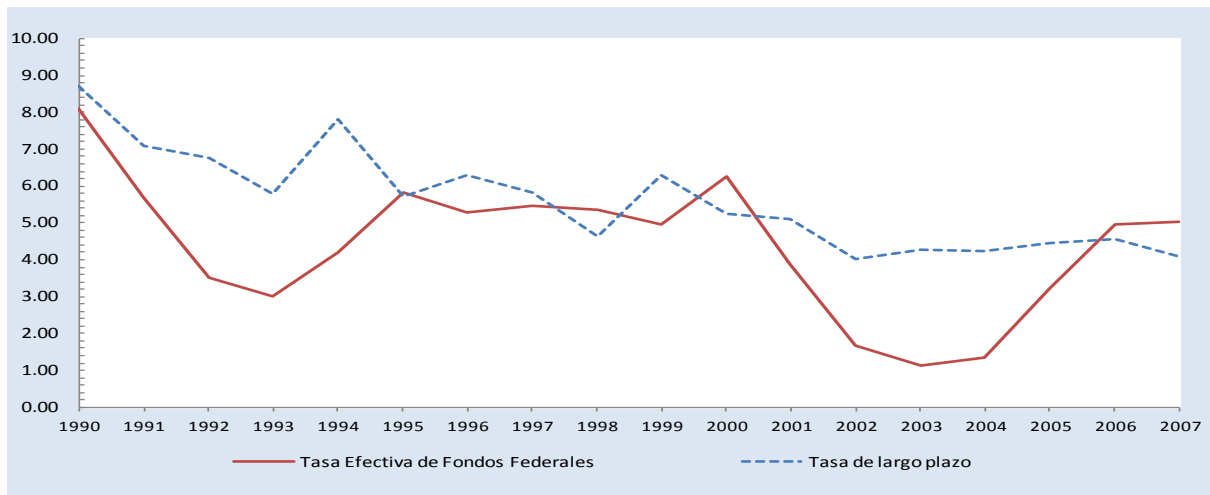
Fuente: FMI Data Mapper. Datos a Mayo 2015.

### Índice de Precios al Consumidor. Tasa de crecimiento interanual.



Fuente: FMI Data Mapper. Datos a Mayo 2015.

### Tasa de interés de Fondos Federales y de largo plazo.



Fuente: en base a datos de la Reserva Federal.

### Bibliografía seleccionada

- Bagehot, Walter (1873), ``Lombard Street: A Description of the Money Market''. London: Henry S. King, third edition.

- Basco, Emiliano; Castagnino, Tomás, Katz, Sebastián y Vargas, Sebastián (2007), ``Política Monetaria en Contextos de Incertidumbre, Cambio de Régimen y Volatilidad Pronunciada´´. Estudios BCRA | 4.
- Bastourre, Diego; Carrera, Jorge; Ibarlucia, Javier y Redrado, Martín (2006), ``La Política Económica de Acumulación de Reservas: Nueva Evidencia Internacional´´. Documentos de Trabajo 2006 | 14, BCRA.
- Bech, Morten; Gambacorta, Leonardo y Kharroubi, Enisse (2012), ``Monetary Policy in a Downturn: Are Financial Crises Special?´´. BIS WP No. 388, Monetary and Economic Department, Bank for International Settlements
- Bernanke, B. (2004), ``The Great Moderation´´, [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov).
- Bleger, L., Heymann, D., Katz, S., Ramos, A. y Rozenwurcel, G. (2009), ``Crisis Global: una Mirada desde el Sur´´. Capital Intelectual.
- Bordo, Michael D. (1989), ``The Lender of Last Resort: Some Historical Insights´´. WP No. 3011, NBER.
- Borio, Claudio (2003), ``Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation?´´. BIS WP No. 128, Monetary and Economic Department, Bank for International Settlements.
- Borio, Claudio (2014), ``Monetary Policy and Financial Stability: What role in prevention and recovery?´´. BIS WP No. 440, Monetary and Economic Department, Bank for International Settlements.
- Brunnermeier, Markus; Crocket, Andrew; Goodhart, Charles; Persaud, Avinash D. y Shin, Hyun (2009), ``The Fundamental Principles of Financial Regulation´´. Geneva Reports on the World Economy 11. International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB) and Center for Economic Policy Research (CEPR).
- Bunge, Mario (1961), ``Causalidad. El Principio de Causalidad en la Ciencia Moderna´´. Editorial Universidad de Buenos Aires.
- Caballero, Ricardo J. (2010), ``Macroeconomics after the Crisis: Time to Deal with the Pretense-of-Knowledge Syndrome´´. NBER WP No. 16429.
- De Gregorio, José (2010), ``El rol de los Bancos Centrales tras la Crisis Financiera´´. Documento de Política Económica n° 36. Banco Central de Chile.

- De Grauwe, Paul (2012), "Booms and Bust in Economic Activity: A Behavioral Explanation". *Journal of Economic Behavior & Organization*.
- Dewatripont, Mathias; Rochet, Jean C. y Tirole, Jean (2010), "Balancing The Banks. Global Lessons from the crises". Princeton University Press.
- Diamond, Douglas W. y Rajan, Raghuram G. (2012), "The Credit Crisis: Conjectures About Causes and Remedies". *American Economic Review*, 2009, 99(2), pp. 606-10.
- Dooley, Michael y Hutchison, Michael (2009), "Transmission of the Subprime Crisis to Emerging Markets: Evidence on the Decoupling-Recoupling Hypothesis". WP 15120, NBER.
- Frenkel, Roberto (2003), "Globalization and Financial Crises in Latin America". CEPAL Review, No. 80. Santiago de Chile, Chile.
- Frenkel, Roberto (2010), "Lecciones de política macroeconómica para el desarrollo, a la luz de la experiencia de la última década". *El Trimestre Económico*, en prensa.
- Friedman, Milton (1968), "The Role of Monetary Policy". *The American Economic Review*, Volume LVIII, pp 1-17.
- Heymann, Daniel (1998), "Estructura, Coordinación Intertemporal y Fluctuaciones Macroeconómicas". *Revista de la CEPAL*, Número extraordinario, Octubre.
- Heymann, Daniel (2009), "Notas sobre Variedades de Crisis". *Ensayos Económicos* 53-54, Banco Central de la República Argentina.
- Ingves, Stefan (2013), "The Role of the Central Bank after the Crisis-The Challenges ahead". Ponencia en la Swedish Economics Association, Estocolmo.
- Kashyap, Anil K. y Stein, Jeremy C. (1993), "Monetary Policy and Bank Lending" en Mankiw, Gregory N. (1994), "Monetary Policy". The University of Chicago Press.
- Keen, Steve (2012), "Instability in Financial Markets: Sources and Remedies". [www.debtdeflation.com](http://www.debtdeflation.com).
- Leijonhufvud, A. (2007), "So far from Ricardo, so close to Wicksell". *Jornadas Monetarias y Bancarias del BCRA*.

- Mishkin, Frederic S. (2012), ``Central Banking after the Crisis''. 16<sup>th</sup> Annual Conference of the Central Bank of Chile. Santiago, Chile.
- North, Douglass C. (2005), ``Understanding the Process of Economic Change''. Princeton University Press.
- Ocampo, José A. (2009), ``Implicancias de Política Económica de la Inestabilidad Financiera Actual''. Ensayos Económicos no. 53/54, BCRA.
- Prebisch, Raúl (1944), ``El Patrón Oro y la Vulnerabilidad Económica de nuestros Países''. Revistas de Ciencias Económicas, No. 272, Colegio de Graduados en Ciencias Económicas. Buenos Aires.
- Prebisch, Raúl (1963), ``Hacia una dinámica del desarrollo latinoamericano''. FCE, México.
- Rajan, Raghuram G. (2005), ``Has Financial Development Made the World Riskier? ''. WP 11728, NBER.
- Reinhart, Carmen M. (2012), ``A Series of Unfortunate Events: Common Sequencing Patterns in Financial Crises''. WP 17941, NBER.
- Reinhart, Carmen y Rogoff, Kenneth (2009), ``This Time is different. Eight Centuries of Financial Folly'', Princeton.
- Rochet, Jean C., ``Macroeconomic Shocks and Banking Supervision''. En Rochet, Jean C. (2007). ``Why Are There So Many Banking Crises? The Politics and Policy of Bank Regulation'', capítulo IV. Princeton University Press.
- Thornton, Henry (1802), ``An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit in Great Britain''. Edited by F. A. v. Hayek.
- Vanoli, Alejandro (2008), ``La Crisis de Hipotecas Subprime y el rol de IOSCO'', Lectura 34, ITF.