

José Mauricio Gil León\*

Universidad Pedagógica y Tecnológica de Colombia,  
Tunja, Colombia.

Recibido: 15 de septiembre de 2014

Concepto de evaluación: 25 de mayo de 2015

Aprobado: 04 de junio de 2015

Artículo de revisión

© 2015 Universidad Católica de Colombia.

Facultad de Ciencias

Económicas y Administrativas.

Todos los derechos reservados

# Posturas de política monetaria ante fluctuaciones de la economía: una revisión de la evolución teórica\*

## RESUMEN

En este artículo se hace una exploración a las posturas de política monetaria desde diferentes corrientes de pensamiento económico, las cuales pueden ligarse al comportamiento de la estabilidad del ciclo económico y financiero. Por tanto, parte de la discusión tradicional entre no intervencionismo e intervencionismo; en la primera visión se encuentran los autores clásicos y neoclásicos, con la creencia de que el dinero solo tiene efecto sobre los precios, y dentro de la segunda, Keynes postula la necesidad de un activismo monetario. No obstante, la década de los años setenta marca el principio de la neutralidad del dinero, la que domina en las decisiones de política monetaria, para que luego, en los años noventa, sea aceptado el ciclo económico dentro de la regla de política. Finalmente, el texto analiza cómo con la crisis del 2008 sale a flote una postura de política no convencional, que se transforma en el marco de política para la recuperación económica y se abre el debate acerca del uso de una política macroprudencial por parte de los bancos centrales.

**Palabras clave:** Intervencionismo, discrecionalidad, reglas monetarias, estabilidad financiera, banco central.

**JEL:** B30, E32, E51

\* Economista, Especialista en Finanzas y Magíster en Economía. Docente de la Escuela de Economía de la Universidad Pedagógica y Tecnológica de Colombia, Tunja, Colombia. Dirección de correspondencia: Avenida Central del Norte N° 39-115, Tunja, Colombia. Correo electrónico: mauricio8827@hotmail.com

\* Este artículo de revisión forma parte de los estudios sobre política económica del grupo de investigación OIKOS y del trabajo de grado de maestría del autor. Agradecemos los valiosos comentarios y recomendaciones sobre el documento de los profesores Gustavo A. Junca (Universidad Nacional de Colombia), Javier Fuentes (Universidad Distrital Francisco José de Caldas) y Oliver Mora (Universidad Pedagógica y Tecnológica de Colombia).

## Monetary policy positions in the face of economic fluctuations: A review of the theoretical evolution

### ABSTRACT

This paper explores the monetary policy positions from different economic schools of thought, which can be linked to the stability behavior of the economic and financial cycle. As such, it is based on the traditional debate between non-interventionism and interventionism. Classic and Neo-Classic authors who believe that money only affects prices uphold the former view. In the latter, Keynes postulates the need for monetary activism. Nevertheless, the 1960s marked the beginning of monetary neutrality as the dominating principle in monetary policy decision-making, so that, later, in the 1990s, the economic cycle was accepted within the policy rule. Finally, the text analyses how, with the 2008 financial crisis, an unconventional policy position was brought forth that later became the policy framework for economic recuperation leading to a debate on the use of macroprudential policy by the central banks.

**Keywords:** interventionism, discretionality, monetary rules, stability, central bank.

## Posturas de política monetária ante flutuações da economia: uma revisão da evolução teórica

### RESUMO

Neste artigo, faz-se uma exploração às posturas de política monetária a partir de diferentes correntes de pensamento econômico, as quais podem estar relacionadas com o comportamento da estabilidade do ciclo econômico e financeiro. Portanto, parte da discussão tradicional entre não intervencionismo e intervencionismo; na primeira visão, encontram-se os autores clássicos e neo-clássicos, com a crença de que o dinheiro somente tem efeito sobre os preços; dentro da segunda, Keynes prevê a necessidade de um ativismo monetário. Contudo, a década de 1970 marca o princípio da neutralidade do dinheiro, a que domina nas decisões de política monetária, para que, em seguida, nos anos 1990, seja aceito o ciclo econômico dentro da regra de política. Finalmente, o texto analisa como a crise de 2008 faz com que venha à tona uma postura de política não convencional, que se transforma no referencial de política para a recuperação econômica e abre-se o debate sobre o uso de uma política macroprudencial por parte dos bancos centrais.

**Palavras-chave:** intervencionismo, discricionariedade, regras monetárias, estabilidade.

## INTRODUCCIÓN

La crisis financiera del 2008 llevó a los bancos centrales a repensar sus objetivos de política monetaria, que desde la década de los noventa se concentran en la inflación; no obstante, la discusión realmente se encuentra en la forma como actúa, ya sea desde el no intervencionismo, la discrecionalidad, el planteamiento de reglas o la regulación, para garantizar la estabilidad financiera y reducir la dinámica explosiva del ciclo económico. Por lo tanto, se considera como hipótesis de trabajo la relevancia que tienen las decisiones de política monetaria en la dinámica económica; se entiende en este sentido que cada visión explica los efectos de diferente manera. Ahora, la aparición de nuevos hechos, como escenarios de inflación alta, crisis financiera y alto desempleo<sup>1</sup>, llevan a que surjan nuevos baches en el interior de la teoría dominante, lo cual crea una oportunidad para que surjan nuevos planteamientos o para que los anteriores vuelvan a ser relevantes.

En ese sentido, resulta necesario explorar, desde la evolución de los distintos planteamientos teóricos, el papel que debe tener el banco central para mantener la estabilidad en la actividad económica. Por tanto, el objetivo de este documento es realizar una discusión acerca de las propuestas de política monetaria, desde las principales corrientes de pensamiento económico, para contrarrestar hechos adversos en la economía; sin embargo, no se considera la discusión de cómo el banco central, a través de los canales de transmisión, puede alcanzar las metas establecidas, dado que esto requerirá perfilar el esquema de política dentro de una postura teórica.

Por lo señalado, el documento se encuentra dividido en cinco secciones, contando la introducción como la primera. En la segunda se analizarán las diversas posturas de la política monetaria y se considerarán las diferentes visiones de los

formuladores de la política económica: las propuestas clásicas y neoclásicas, que consideran al dinero como neutral; la keynesiana, que propone una intervención más activa por parte del banco central, y la postura austriaca, que niega la neutralidad del dinero, pero se opone a cualquier intento de intervención por parte de la autoridad monetaria.

Por su parte, en la tercera sección se discutirán las nociones modernas acerca de los objetivos que debe tener el banco central, entre los cuales se encuentra la estabilidad de precios. En la cuarta sección se analiza el debate acerca del papel que la política monetaria ha tenido en la estabilidad financiera, desde dos aspectos: a) explicar la política monetaria no convencional adoptada por diferentes bancos centrales después de la crisis del 2008 y b) discutir acerca del papel de la política monetaria en la regulación financiera. Finalmente, se formularán algunas conclusiones.

## DISCUSIONES SOBRE EL PAPEL DE LA POLÍTICA MONETARIA

Los efectos del dinero en la actividad económica ha sido un tema controversial entre las diferentes escuelas de pensamiento económico. De allí surge el debate sobre la forma como debe participar la política monetaria en el sistema, al hacer uso de los distintos instrumentos que posee<sup>2</sup>. Este debate comienza con el planteamiento de Hume (1970), quien propuso el principio de la neutralidad del dinero, según el cual los cambios en la cantidad de dinero no inciden sobre las decisiones de asignación de recursos de los agentes económicos, de modo que terminan afectando el nivel de precios. Ahora bien, Hume se concentró en el carácter del dinero como medio de pago y mostró que las autoridades monetarias influyen en el bienestar de la sociedad<sup>3</sup> de acuerdo con cómo el dinero reduce los costos de transacción (Carstens y Reynoso, s. f.).

1 No son considerados en el análisis los factores externos, como la tasa de cambio, que puedan incidir en las decisiones de política monetaria, porque no existe la intención de distinguir las diferencias entre regímenes de política monetaria.

2 Para Tinbergen (1952), la variedad de opciones de política a la mano del gobierno representa al mismo tiempo un reto y una oportunidad.

3 Samuelson (1958), utilizando un modelo de generaciones traslapadas, encuentra que el dinero eleva el nivel

En ese sentido, pensadores clásicos como Adam Smith mostraron, desde un enfoque de la economía real, que las dificultades para los intercambios permiten el surgimiento del dinero<sup>4</sup>, y en este contexto, el valor de este solo cambia cuando la demanda varía con una oferta de dinero constante (Gallardo *at al.*, 2012). Sin embargo, este dinero es neutral dado que las variables reales están separadas de las variables nominales por la existencia de una oferta agregada totalmente inelástica ante cualquier perturbación proveniente de la demanda agregada. Esto es así porque los precios absorben cualquier choque de demanda y la producción se encuentra en su nivel de equilibrio.

De esta manera, Say, en defensa del argumento de la neutralidad del dinero, sustrae dos escenarios con su ley: una economía de trueque y una economía monetaria. Con ambos trató de explicar que el origen de una mayor demanda no era una mayor cantidad de dinero, sino que era la producción de bienes y servicios; es decir, la mayor oferta de dinero hace que los precios sean más altos, pero no provoca una mayor demanda de productos (Chachanosky, 2002). Por tanto, para los economistas clásicos, cualquier cantidad de moneda es suficiente para llevar a cabo todas las transacciones, debido a que el dinero es el medio para transferir valor (Cachanosky, 2002).

Ahora bien, es Wicksell (1898) quien amplía esta explicación para integrar la teoría monetaria y la teoría del valor. En esta línea, la tasa monetaria desempeña un papel fundamental, mientras que la oferta monetaria termina siendo una variable

endógena. Los precios para Wicksell (1898) se modifican con el proceso acumulativo, donde el ahorro y la inversión constituyen el mecanismo por el cual los cambios en la cantidad de dinero se reflejan en el nivel de precios, por el diferencial entre la tasa de interés monetaria y la natural<sup>5</sup>. Desde esta perspectiva aparece el papel del crédito y la primera forma de relacionar la crisis financiera con la política monetaria; allí, un problema de inflación se debe a una expansión monetaria que ocasiona un descenso de la tasa de interés monetaria por debajo de la tasa natural, lo cual se traduce en un exceso de inversión sobre el ahorro y, a su vez, en un aumento de la demanda agregada (se asume que la producción se encuentra en el nivel de pleno empleo) (León, 2000).

Con su análisis, Wicksell (1922) demuestra que es un autor de la teoría cuantitativa, a pesar de incluir la conexión del sector financiero con el sector real, lo cual permitió definir un mecanismo por el que la política monetaria llega a influir en el mercado de crédito. En ese sentido, Wicksell planteó la necesidad de intervención del banco central en la tasa monetaria cuando la inflación se desvíe del nivel deseado, dado que si la inflación sube por encima del nivel esperado, la tasa monetaria deberá estar por encima de la tasa de interés natural (León, 2012). Este es precisamente el esquema que fundamentó la regla de Taylor para el régimen de inflación objetivo, y la estrategia que guió al Riskbank durante 1931-1939 para evitar que Suecia cayera en los efectos de la Gran Depresión (Wicksell, 1922).

Al igual que Wicksell, Marshall (1923) pensaba que disminuir la tasa de interés por debajo de la tasa de interés natural llevaría a un ascenso en los precios, por el incremento en los beneficios de los empresarios. Sin embargo, su problema no era solamente la estabilidad de precios, sino las fluctuaciones generadas por el crédito, donde

---

de bienestar, dado que el dinero en sentido estricto, o el sistema financiero desde una perspectiva más amplia, son instituciones que permiten el ahorro, y con ello facilitan las transferencias intertemporales. En otras palabras, la existencia de dinero es mejor que la falta de este, aunque persista la explicación de sus efectos sobre los precios sin mayor beneficio para la sociedad.

4 Definir el dinero como una mercancía necesaria para el intercambio que resuelve el problema de trueque y la división del trabajo es establecerlo como endógeno al sistema económico (Smith, 1976). En esta misma línea, Marx consideró, desde una perspectiva institucional, que el dinero es una realidad social independiente de la racionalidad de los agentes y es el equivalente general en las relaciones de cambio, diferente al planteamiento neoclásico con el modelo *Arrow-Debreu*.

5 La tasa de interés natural es la que equilibra el mercado de bienes y servicios a través del ahorro y la inversión, es decir, la tasa que iguala la productividad marginal del capital y la tasa marginal de sustitución entre consumo corriente y consumo futuro.

este tiene un denominador común: en la fase ascendente, el crédito es otorgado a todo tipo de individuos, incluyendo aquellos sin aptitudes para los negocios, y cuando la actividad se encuentre en el mejor momento, las transacciones especulativas crecen por doquier. La demanda del crédito hace aumentar la tasa de interés, lo que constituye la primera señal de desconfianza para los inversionistas, en tanto los especuladores (solventes y no solventes) comienzan a vender sus bienes y activos para pagar sus deudas, con lo cual detienen el alza en los precios (Méndez, 2008).

En ese sentido, Marshall (1923) propuso la dotación de un marco legal e institucional para regular la moneda y su emisión, en aras de resolver los problemas que podría generar el ciclo del crédito. Para ello usó una política monetaria anticíclica con un sistema monetario flexible, donde el banco central debía modificar la oferta monetaria de acuerdo con las condiciones cambiantes de los negocios, a la vez que transformar su tasa de descuento para amortiguar las fluctuaciones del crédito.

Por otro lado, Keynes (1936) presentó una discusión al planteamiento monetario clásico, dado que la economía tiende al desempleo involuntario y no al pleno empleo, como se predice en la teoría clásica. Este economista mostró que lo importante para volver a un nivel cercano al equilibrio es fomentar la demanda efectiva a través del Estado, con políticas activistas desde los niveles fiscal y monetario. Es claro, entonces, que para los keynesianos no existe la neutralidad del dinero, en tanto el equilibrio de la economía en el largo plazo con pleno empleo no ocurre, lo cual se constituye en una situación de equilibrio con desempleo. Por tanto, se rompe el paradigma de la ley de Say y se apoya en el uso del instrumental estatal de política económica para romper con la persistencia del desempleo; por ello, la propuesta implícita en Keynes es la política discrecional.

Para él, la no neutralidad del dinero surge del hecho histórico del abandono del patrón oro, suceso que para los economistas clásicos era transitorio; sin embargo, en el mundo aparece una nueva

discusión sobre regular las variables monetarias, y así se plantea que es posible mejorar el uso del dinero y mantener la estabilidad de precios bien, si están bien empleados los instrumentos de administración monetaria. Lo sugerido por Keynes es que la oferta monetaria sea administrada por el gobierno, y por medio de ella, la tasa de interés, la tasa de cambio, la inversión, el ahorro, la actividad económica y el empleo (Ravier, 2008).

Por otro lado, Kicillof (2007), interpretando a Keynes, comenta que con el derrumbe del patrón oro, la autoridad monetaria puede definir en forma arbitraria la cantidad de dinero y la tasa de interés, y ello influye en la dinámica del crédito otorgado, y este, a la vez, estimula o desestimula la producción y el empleo.

Es claro, entonces, que las variables reales no pueden estar separadas de las variables nominales; se trata de reunir la teoría del valor con la teoría del dinero, y no como en la teoría clásica, donde estaban separadas. Por ello, la autoridad monetaria (banco central) tiene que definir los objetivos que quiere alcanzar, así como distinguir los medios que utilizará.

Por esta relación entre las variables reales y las financieras es por lo que la inestabilidad financiera resulta ser endógena al sistema económico; en consecuencia, cuando ocurre una crisis, es pertinente solucionar el problema de la caída de la demanda agregada con políticas monetarias y fiscales activistas. Según Keynes (1936), el motivo de los ciclos económicos se encuentra en la posición de la eficiencia marginal del capital (EMK) respecto a la tasa de interés (determinada por la preferencia por la liquidez). A su vez, esta EMK depende de las expectativas que posean los empresarios en sus proyectos de inversión.

Ahora bien, si ocurre un aumento en la preferencia por la liquidez, dada la no sustitución perfecta entre activos, la tasa de interés aumenta, lo cual lleva a que las expectativas de los inversionistas se depriman, y de esta manera se produce una disminución en el ingreso y en el empleo (Lavoie, 2005). Por tanto, cuando en el mercado financiero no existe un total ajuste, la economía no se comporta

como lo predice el equilibrio walrasiano<sup>6</sup>, debido a que la variación en la oferta de activos se refleja en la tasa de interés; si los demás mercados no se ajustan, el efecto llega a la demanda agregada.

Keynes propuso fijar como objetivo la lucha en contra de las fluctuaciones económicas, y para ello utilizó la discrecionalidad como un medio para cumplirlo. De esta manera, si una economía se encuentra recalentada, incrementar la tasa de interés lleva a crear un desestímulo de la inversión para desinflarla, y esto tiende a controlar los precios; aunque esta fórmula no es la adecuada cuando existe un aumento en los precios y una caída en la actividad económica. Ahora, los efectos de la tasa de interés a largo plazo los definen los poskeynesianos, dado que esta no solo afecta a los precios, sino que también determina la acumulación de capital; y aunque la inversión se debe principalmente a la EMK, a largo plazo la tasa de interés debe mantenerse baja y estable para no adicionar dificultades al poner en marcha los proyectos de inversión (De Juan, 2004).

Sin embargo, Keynes (1936) tuvo precaución en definir a la política monetaria como la encargada de llevar al cauce normal a una economía en crisis, debido a que una expansión monetaria tendría límites en su efecto dado la imposibilidad de bajar las tasas de interés nominales más allá de cero. Esto crearía una elasticidad de la demanda de dinero a la tasa de interés infinita y una elasticidad de la inversión a la tasa de interés de cero (Keynes, 1936). Lo anterior es reflejo de un proceso de inestabilidad que se denomina *trampa de liquidez*, donde la tasa de interés no es capaz de combatir la crisis, y por ello es necesaria la política fiscal que recupere la demanda efectiva para sacar del fondo del ciclo a la economía.

Para aprovechar la receta keynesiana, se hizo uso de la curva de Phillips, dado que, según

Samuelson y Solow (1960), en el trabajo de Phillips (1958) se sugería el compromiso de largo plazo de explotar la relación negativa entre desempleo e inflación. Por tanto, los responsables de política económica debían elegir entre dos objetivos, no compatibles entre ellos, donde la decisión es definir cuál es la tasa de inflación que se aceptaría para llegar a cumplir el objetivo de una tasa de desempleo baja. Estudios de Samuelson y Solow (1960) mostraron que conseguir una tasa de desempleo de 3%, que puede ser un objetivo, tendría que ser aceptada con una tasa de inflación de 4% a 5% anual. Este pensamiento llevó al activismo de la política fiscal y de la política monetaria, donde la segunda financiaba a la primera, para llevar a la economía a niveles de pleno empleo.

En ese sentido, la intervención del Estado a través de la política económica viene a romper el paradigma clásico del ajuste automático del mercado por medio del mecanismo de los precios, donde estos, ahora, aparecen como rígidos y el desempleo es involuntario, lo cual redundaría en negar ese mecanismo automático de regulación. De este modo, es la política monetaria y la política fiscal las que pueden crear una tendencia hacia el pleno empleo, aunque exista un sacrificio en términos de inflación. Estas recetas fueron utilizadas en momentos en que la sociedad reclamaba una salida de la crisis; por ello mismo, desde el gobierno de Franklin D. Roosevelt hasta los años setenta se definieron políticas intervencionistas y de regulación, donde este presidente lanzó su plan de recuperación, "El New Deal", que permitió conducir a Estados Unidos por un camino que se dirigía a fortalecer el Estado del bienestar, donde el Estado era dominante sobre el mercado (Mora, 2008).

Una discusión a lo anterior la hizo Hayek, un representante prominente de la escuela austriaca y contemporáneo a Keynes, quien planteó que el dinero no es neutral, pero la política monetaria crea perturbaciones que van en contra de la estabilidad de la economía; por ello, hace una crítica a la teoría cuantitativa del dinero, dado que la relación que importa es la oferta monetaria con el nivel de

<sup>6</sup> En el equilibrio walrasiano existe una relación entre el mercado monetario, el mercado de activos financieros y el mercado de bienes y servicios, donde el desajuste en uno lleva al desajuste contrario en otro, por lo que la suma de los desajustes es 0.

precios relativos, y no los absolutos, por lo que se invalida la neutralidad del dinero (León, 2012). La explicación surge de cómo la expansión de la oferta monetaria lleva a que la tasa de interés sea inferior a la tasa de interés natural<sup>7</sup>, lo cual genera un desequilibrio entre ahorro e inversión y se distorsionan así los precios relativos. En ese sentido, la relación entre el precio de los bienes de inversión y el precio de los bienes de consumo es mayor, lo que deriva en que las empresas tengan incentivos para producir bienes de inversión en contra de la producción de los bienes de consumo.

Para Hayek (1931), la economía crece impulsada por el crédito, pero el banco central no puede sostener indefinidamente la tasa de interés baja, pues se crea así una inconsistencia entre las preferencias de los agentes porque estas no se han modificado y los agentes desean seguir consumiendo en el presente. Además, como esta expansión de la liquidez parará en algún momento, la economía entrará en una crisis. Ahora bien, cualquier tipo de intervención de la autoridad monetaria dejará de lado las preferencias de los agentes y lo que crea son estímulos ficticios que, al pasar el tiempo, se transforman en distorsiones negativas y en inestabilidad financiera.

El cambio en los precios relativos lleva a que los trabajadores se desplacen a sectores que dependen de la inflación generada con la expansión del dinero; pero este proceso no sigue indefinidamente, debido a que una inflación acelerada desorganizará, en algún momento, las actividades económicas (Hayek, 1974). Como el banco central no puede mantener en forma indefinida la expansión del crédito, la mayor liquidez se dejará de suministrar, hecho que se reflejará en una crisis económica acompañada de inflación (León, 2012).

En ese sentido, para la escuela austriaca, la inestabilidad es una consecuencia de la política monetaria discrecional, debido a que la deuda que toman los inversionistas debe provenir del ahorro de alguien que dio en forma directa, ya

sea comprando bonos, o indirecta, a través de los bancos. El retorno de la inversión debe ser superior al costo de capital para que la empresa pueda mantenerse en un mercado competitivo, y esta asignación de recursos en el corto y el largo plazo depende de las tasas de interés. Por eso, si la tasa de interés se reduce, es más atractivo invertir en el largo plazo, debido a que el valor presente de los flujos de caja futuros de largo plazo va a ser mayor que el valor presente de los flujos de caja de corto plazo, es decir, se hace más rentable la producción a largo plazo (producción indirecta). Por otro lado, si la tasa de interés baja por motivos de una intervención del banco central, existirá un mayor volumen de créditos disponibles para la inversión que no corresponde a un mayor ahorro. Ello hace más rentables a las inversiones de largo plazo y, además, lleva a realizar malas inversiones, dada la incertidumbre creada que incrementa los errores en las decisiones de inversión. Son las malas inversiones las que provocan la iliquidez, que lleva a la caída de la demanda agregada y de la oferta monetaria (Cachanosky, 2002).

Todo el malestar de la intervención monetaria es originado por la pretensión del conocimiento por parte de las autoridades, a lo cual Hayek (1988) cataloga como *socialismo*, por cuanto esto constituye cualquier intento sistemático de diseñar u organizar algún área del entramado de interacciones humanas que forman el mercado y la sociedad. Además, por las presiones políticas existirán manipulaciones en la oferta de dinero existente, y así surgen incompatibilidades de los objetivos buscados, dado que se tratará de estimular el empleo, más lo que va a crear con el tiempo es mayor desempleo. Entonces, la propuesta de Hayek (1976) es la desnacionalización del dinero que redundará en eliminar la banca central y el curso forzoso de la moneda. Su recomendación es que el banco central debe tener fija la oferta de dinero para mantener igual la tasa de interés monetaria a la tasa de interés natural, con el fin de mantener inalterados los precios relativos (León, 2012).

7 Determinada por la economía real: el ahorro y la inversión.

## EL MONETARISMO Y LAS REGLAS DE POLÍTICA

### Friedman y el monetarismo

En Estados Unidos y varios países industrializados, el estímulo a la demanda agregada a través de la política económica llevó a que a finales de los sesenta y en los setenta se acelerara la inflación. Esta tasa de crecimiento de los precios en esos países estuvo por encima del 10%, lo que condujo a lo denominado como “La Gran Inflación”. El compromiso de una política monetaria activista termina siendo discutido por Friedman (1968) y Phelps (1968), quienes sostuvieron que no existe un compromiso en el largo plazo entre inflación y desempleo; por el contrario, la economía tiende a dirigirse a largo plazo a una tasa natural de desempleo, por lo que la curva de Phillips termina siendo totalmente vertical, en tanto tratar de reducir el desempleo más allá de la tasa natural tan solo resultaría en una inflación mayor.

Esta noción de tasa natural fue tenida en cuenta por los bancos centrales después de que ocurrió la “gran inflación”, causada por el intento de explotar a largo plazo la relación que explica la curva de Phillips. Por tanto, economistas como Friedman sugieren que el compromiso debe ser el de mantener una inflación baja que luego contribuirá a mejorar la eficiencia y, de esta manera, un nivel de empleo mayor a largo plazo.

Entonces, Friedman (1968), desde una posición conservadora en materia de política monetaria, tal como fue expuesto por Brainard (1967), concluyó que una política donde la cantidad de dinero crezca a una tasa estable<sup>8</sup>, para poner la política monetaria en piloto automático que elimine cualquier poder del Estado, puede crear un marco monetario adecuado para el crecimiento económico. Según Friedman (1968), una tasa de crecimiento del dinero constante, que se encuentre determinada de acuerdo con la tasa de crecimiento

8 La idea de mantener un crecimiento de la cantidad de dinero de acuerdo con el crecimiento de la producción es propuesta por Hayek (1931).

de la economía, permitirá garantizar una estabilidad macroeconómica (para Estados Unidos, el autor recomendaría una tasa constante de 3%), debido a que el banco central proveerá la suficiente y necesaria liquidez que vaya en contra de una inflación alta y evite contracciones profundas del ciclo económico<sup>9</sup>.

La propuesta es justificada por Friedman (1968) a través de un análisis realizado a las economías de Japón, India, Israel, Estados Unidos, Canadá y algunos países sudamericanos, donde se evidenció que la transmisión de la tasa de crecimiento del dinero a la tasa de crecimiento del PIB nominal tiene un rezago de seis a nueve meses, y el efecto sobre los precios viene entre seis y nueve meses después del efecto sobre el ingreso y la producción. Por ello, el efecto del crecimiento del dinero sobre la tasa de inflación se refleja hasta entre 12 y 14 meses después. Por tanto, la política monetaria no es capaz de solucionar los problemas en el ciclo económico; este es el principal argumento para no utilizar una política discrecional al estilo keynesiano, dado que si es utilizada, el efecto llegará cuando la senda de crecimiento sea normal, con lo cual termina creándose una sobreexpansión o excesiva contracción de la actividad económica que redundará en efectos nocivos en la sociedad.

Cuando el objetivo sea parar la sobreexpansión de la actividad económica, el keynesianismo propone hacer una contracción monetaria que incrementará la tasa de interés y, de esta manera, enfriará la economía; no obstante, debido al rezago existente, cuando se perciba el efecto, la economía ya se habrá desacelerado, y lo que terminará generando es un estancamiento de esta.

Por el lado de las tasas de interés también existe una diferencia en el efecto del crecimiento del dinero entre el corto plazo y el largo plazo, dado que a medida que se crea mayor liquidez, la tasa de interés baja, lo que ocasiona que aumente el nivel

9 Friedman (1968) planteó que la gran depresión no se evitó porque la FED no proveyó la liquidez que se estaba demandando, ya que si se hubiera mantenido el crecimiento del dinero monetarista, la caída de la economía habría sido menor.

del gasto y la tasa de inflación. De este modo, la tasa de interés tenderá a aumentar para recuperar el poder adquisitivo perdido con la mayor inflación. Por esta razón, en países como Suiza y Alemania las tasas de crecimiento del dinero son bajas, como también las tasas de interés (Ravier, 2008). Aunque el debate sobre discrecionalidad *versus* reglas no era nuevo<sup>10</sup>, con el argumento expuesto las autoridades se convencen de adoptar reglas para la política monetaria y no continuar con decisiones discrecionales que solo encadenarían procesos de inestabilidad macroeconómica.

Lo anterior llevó a que Friedman y Schwartz (1963) consideraran la relación entre la estabilidad monetaria y la estabilidad financiera, ya que hicieron hincapié en el efecto contractivo sobre la cantidad de dinero de los pánicos bancarios, los cuales surgen de una pérdida de confianza en los bancos para que conviertan los depósitos en efectivo. Los autores culpan del problema a las autoridades económicas, que por tratar de acomodar la inflación en algún momento llevan a que después se endurezca la política; es decir, la inestabilidad de la política monetaria y su no predictibilidad pueden llevar al fracaso de algunas instituciones financieras importantes para el sistema.

En ese sentido, para la postura monetarista, toda política discrecional y acomodaticia (estilo keynesiano) puede conjurar condiciones de incertidumbre que llevan al surgimiento de problemas financieros, lo que resulta en una justificación para la definición de una regla de crecimiento monetario. No obstante, los monetaristas se encuentran de acuerdo en que el banco central tenga una postura de prestamista de última instancia para

las instituciones solventes y con problemas de liquidez, con el fin de evitar una disminución en la oferta monetaria que lleve a profundizar la crisis. Sin embargo, se reconoce la dificultad de establecer una regla de crecimiento monetario estable a largo plazo que permita mantener al sistema con una irrigación continua de liquidez.

## El problema del banco central

El acuerdo general de la expresión de Friedman de que la inflación es “siempre y en todo lugar un fenómeno monetario” no significó que todos los economistas se suscribieran en la visión de tener al crecimiento monetario como la principal fuente de información de la inflación, aunque ello sí significó que los responsables de los bancos centrales reconocieran que mantener la inflación bajo control era su obligación. Lo anterior se vuelve un acuerdo entre los economistas por los efectos de la inflación en las décadas de 1960 y 1970 en Estados Unidos, momento en que empezaron a discutir sobre los altos costos de estas<sup>11</sup> (Fischer, 1994 Anderson y Gruen, 1995).

A finales de la década de los setenta surge la revolución de las expectativas racionales, inspirada en una serie de artículos de Lucas (1972, 1973, 1976) en los que se demuestra que las decisiones de los agentes están motivadas por un comportamiento optimizador. En ese sentido, las expectativas responden en forma inmediata a la nueva información, y ello permite entender que cualquier intento de bajar el desempleo por debajo de su nivel natural acelerará inmediatamente la inflación. Esta revolución da paso a la formación de la “nueva macroeconomía clásica” y como principio

10 La discusión sobre si la política monetaria debe guiarse por reglas o por decisiones discrecionales surge cuando en 1913 se dio una disputa en el senado de los Estados Unidos sobre si se debe asignar una regla a la FED para que buscara la estabilidad de precios. Por su parte, en la década de los treinta, Henry Simons distinguió dos tipos de régimen que puede seguir la política monetaria: por un lado, uno en el que se define el objetivo en términos de fines, donde se establece una meta y permite a la autoridad discrecionalidad para alcanzarla; y por el otro, establecer el objetivo en función de los medios para lograrlo, es decir, se le asignan a la autoridad monetaria ciertas obligaciones que tienen que ser cumplidas con unas reglas (Ravier, 2008).

11 La inflación alta deteriora el papel que tiene el dinero como medio de intercambio, al actuar como un impuesto sobre la posesión de efectivo, y esto lleva a una sobreinversión en el sistema financiero, dado que es una forma de escapar de los costos de la inflación (English, 1996). Además, la inflación lleva a la generación de una incertidumbre sobre los precios relativos y sobre el nivel de precios futuros, lo cual termina por dificultar la toma de decisiones para las firmas y los individuos, así como disminuir la eficiencia económica (Lucas, 1972). En ese sentido, hubo un acuerdo en que una inflación baja y estable aumenta el nivel de recursos empleados productivamente en la economía.

fundamental a la dicotomía clásica<sup>12</sup>, que apoya la idea de que la cantidad de dinero siempre tiende a crear inflación sin modificar la producción en el corto plazo, dado que las fluctuaciones de la economía son causadas por los choques de productividad (modelo RBC) (Snowdon, Vane y Wynarczyk, 1994).

En su crítica, Lucas (1976) dejó claro que la política monetaria no tenía en cuenta el comportamiento variable de los individuos al intentar tomar decisiones óptimas. De esta manera, no es conveniente una expansión monetaria para bajar el desempleo, porque los agentes la neutralizan inmediatamente con una mayor inflación. Es así como la política monetaria discrecional es perjudicial a largo plazo para la economía, y a este problema Kydland y Prescott (1977), Calvo (1978) y Barro y Gordon (1983) lo denominaron *inconsistencia dinámica*. En tanto, intentar explotar la curva de Phillips a corto plazo solo llevará a que los agentes, con sus expectativas, ajusten una política monetaria expansiva con una mayor inflación a corto plazo.

Lo anterior implica que la autoridad monetaria debe asumir un compromiso (reglas de política) con el objetivo de que los individuos y las firmas ajusten sus expectativas y comportamiento, por lo cual debe definir un ancla nominal, como la tasa de inflación, la cantidad de dinero o la tasa de cambio (Mishkin, 2007). El ancla le permite al banco central dedicarse a objetivos de largo plazo, lo cual conduce a solucionar el “problema de credibilidad”<sup>13</sup>, porque permite balancear la inconsistencia dinámica, que es un elemento crucial para el manejo exitoso de las expectativas (Mishkin, 2007).

## La regla monetaria

Los planteamientos señalados respaldaron a la autoridad monetaria de distintos países a fijarse metas de crecimiento de un agregado monetario

(especialmente del M1), que en la práctica se conoce como el régimen de agregados monetarios. Dicho régimen se fundamenta en el uso de una regla monetaria (como la recomendada por Friedman), para lo cual debe asumirse que la demanda de dinero es estable (la velocidad del dinero es constante) y se encuentra determinada, en una mayor proporción, por el ingreso permanente<sup>14</sup> (Argandoña, 1990). En ese sentido, la regla se encuentra ligada a la recomendación para no utilizar las tasas de interés como indicador ni como instrumento de política monetaria<sup>15</sup>; análisis expuesto en el *problema de Poole*<sup>16</sup>.

Ahora bien, es McCallum (1987) quien racionaliza teóricamente la regla monetaria a través de la ecuación [1]:

$$\Delta b_t = \Delta b_{t-1} + \lambda(Yp_{t-1}^* - Yp_{t-1}) \quad [1]$$

En la propuesta de McCallum (1987) se toma como instrumento de política a la base monetaria ( $b_t$ ), donde su variación ( $\Delta$ ) dependerá de la variación del periodo anterior de esta y de acuerdo con la desviación del ingreso nominal del periodo anterior ( $Yp_{t-1}$ ) respecto a una meta de ingreso nominal ( $Yp_{t-1}^*$ ). Como se asume que la demanda de dinero es estable, el mejor instrumento de política es la cantidad de dinero y, en el caso particular, la base monetaria (por el control directo que tiene el banco central sobre su hoja de balance). Entonces, en la regla de McCallum (1987), la autoridad monetaria decide aumentar (o disminuir) la base monetaria ( $b_t$ ) en  $\lambda$  cuando el ingreso nominal ( $Yp_{t-1}$ ) se encuentre por debajo (o por encima) de la meta

14 Es el ingreso promedio de toda la vida de un individuo.

15 Esta recomendación se hace “por la pluralidad de movimientos en ambos sentidos que se originan en los mismos, por la dificultad de interpretar sus cambios a la luz de las experiencias monetarias recientes, por la imposibilidad de calcular las tasas reales a partir de las nominales, y por el riesgo de inflación cuando se intenta mantener un tipo de interés nominal en un nivel inferior al de equilibrio” (Argandoña, 1990)

16 Poole (1970) mostró a través del modelo IS-LM cuál sería el instrumento adecuado del banco central cuando ocurran choques que afecten a la producción. El análisis de este autor muestra que si los choques aleatorios en la demanda agregada son de carácter real, el instrumento por utilizar debía ser la cantidad de dinero; pero si los choques aleatorios son de carácter monetario, el instrumento por utilizar será la tasa de interés.

12 Se considera a esta dicotomía como *clásica* porque ocurre la situación en que las variables tienen desviaciones temporales del equilibrio y el mismo sistema retorna al equilibrio (Snowdon y Vane, 1994).

13 Para Kydland y Prescott (1977), las autoridades monetarias deben seguir reglas estrictas que lleven al cumplimiento de los objetivos nominales de largo plazo.

establecida ( $Yp_{t-1}^*$ ). Por ello, el banco central ajusta la base monetaria cuando la economía tiende a un desajuste en los precios o en la producción.

### La regla de Taylor

En la década de los noventa, con la evidencia de que la demanda de dinero es inestable (aparece el efecto de la innovación financiera) y los choques que tienen mayor incidencia sobre la demanda agregada son los monetarios (provenientes de la inestabilidad del mercado financiero), se toma como principal instrumento de política a la tasa de interés monetaria de corto plazo, mientras que la cantidad de dinero se transforma en una variable endógena. Este es el planteamiento presentado en la regla de Taylor (Taylor, 1993), que Wicksell (1898) ya había reconocido.

Taylor (1993) formuló su regla mostrando que la dinámica de la tasa de los fondos federales de Estados Unidos entre 1980 y 1992 estaba ajustada a la ecuación [2], donde la tasa de interés de corto plazo ( $i_t$ ) responderá positivamente a la diferencia entre la inflación ( $\pi_t$ ) y la meta de inflación ( $\pi^*$ ) en  $\alpha$  y a la brecha del producto ( $y_t$ ) en  $\beta$ , y convergerá a una tasa nominal de equilibrio (definida como la suma entre la tasa de interés real [ $r$ ] y la meta de inflación) o tasa de interés natural. En el análisis, Taylor (1993) encontró que los coeficientes  $\alpha$  y  $\beta$  para Estados Unidos, entre 1980 y 1992, tienen un valor de 0,5, considerando que  $r$  era de 2% y  $\pi^*$ , de 2%:

$$i_t = r + \pi^* + \alpha(\pi_t - \pi^*) + \beta y_t \quad [2]$$

La regla define el esquema de intervención en el régimen de inflación objetivo<sup>17</sup>. Taylor (2000)

reconoce que cuando es utilizada, surgen grandes ventajas para las economías desarrolladas, así como para las emergentes, dado que posee propiedades deseables que permiten estabilizar la inflación y el ciclo económico.

Ahora bien, la regla de Taylor tiene como principal supuesto que las tasas de interés reales son las que desempeñan el papel fundamental dentro de la política monetaria, porque aunque el banco central solo puede modificar a las tasas nominales, indirectamente se afectan las tasas reales, para así tener impacto en las fluctuaciones de la economía real. Además, para garantizar un margen de maniobra de la política monetaria, usando la tasa de interés nominal, el banco central tendrá que definir una meta de inflación baja y positiva. Es importante aclarar que si, en algún momento, los coeficientes resultan ser negativos, la postura de política monetaria será acomodaticia y no estabilizadora; pero si  $\alpha$  es superior a 1<sup>18</sup>, el banco central tendrá el compromiso de cumplir el objetivo de la inflación por encima de estabilizar el ciclo económico.

Una ampliación de la regla de Taylor fue propuesta por Clarida *et al.* (1999), donde se incluyen las expectativas de inflación  $\pi_{t+1}^e$  dentro de una función de reacción con inercia, dado que la regla simple reacciona a la inflación, pero no es capaz de identificar la tendencia de los bancos centrales a suavizar la senda de las tasas de interés. En ese sentido, Clarida *et al.* (1999) tienen en cuenta el ajuste parcial de la tasa de interés para cumplir con el objetivo de inflación, por lo que la tasa de interés de política ( $i_t$ ) se ajusta en  $(\Theta)$  a su propio rezago ( $i_{t-1}$ ) y en  $(1-\Theta)$  a la tasa óptima definida por la regla:

$$i_t = (1 - \Theta)(r + \pi^* + \alpha(\pi_{t+1}^e - \pi^*) + \beta y_t) + \Theta i_{t-1} \quad [3]$$

17 El esquema de inflación objetivo fue adoptado por distintos países desde la década de los noventa; Nueva Zelanda, Canadá y Australia fueron los primeros que acogieron este régimen dentro de su política monetaria después de abandonar el régimen de metas de agregados monetarios, dado que surge a la luz el debate teórico sobre una demanda de dinero inestable que iba en contra de una política que se dirigía al manejo de las distintas formas de dinero, que suponía una relación estable con los niveles de inflación. La adopción de la inflación objetivo se replicó en el Reino Unido, Suecia, Finlandia y España, después de que estos

países sufrieran de los ataques especulativos que llevaron a la crisis del sistema monetario europeo en 1992.

18 El banco central aumentará su tasa de interés en una mayor proporción que la brecha de la inflación.

La inercia lleva a la persistencia de la tasa de interés en un periodo largo; es decir, si baja la tasa de interés, esta tenderá a seguir bajando, por lo que las decisiones del banco central alterarán las tasas de largo plazo para así modificar la demanda agregada y los precios (Williams, 1999). En ese sentido, la política monetaria óptima se encuentra caracterizada por la persistencia de las tasas de interés nominales, porque permite al banco central beneficiarse de las variaciones de las expectativas de los agentes. Por tanto, según Woodford (1999), “una solución evidente consistiría en que el banco central se comprometiera a seguir una política que tuviera en cuenta explícitamente la dependencia histórica ( $\Theta$ )”.

En el análisis, Clarida *et al.* (1999) realizaron varias estimaciones para medir la respuesta de la tasa de fondos federales de Estados Unidos a la desviación de las expectativas de inflación respecto a la meta ( $\alpha$ ) y a la brecha del producto ( $\beta$ ), y entre las cuales encontró que entre 1979 y 1996  $\alpha = 2,15$ ,  $\beta = 0,93$  y el coeficiente de inercia,  $\Theta = 0,79$ . Se sugiere con este resultado la existencia de una respuesta de la autoridad monetaria con aversión a la inflación y, además, estabilizadora del ciclo económico.

## EL BANCO CENTRAL Y LA ESTABILIDAD FINANCIERA

La crisis financiera del 2008 abrió un debate respecto al papel de la política monetaria. Los bancos centrales deberían preocuparse por la estabilidad financiera y no solo por la estabilidad monetaria. Esto surge del debate sobre lo que en realidad causó la crisis y la inoperancia del banco central, por lo que se formulan tres tesis divergentes entre ellas. La primera considera que el banco central no tuvo la culpa, dado que lo que existió fue una falta de regulación al sistema financiero, expresada por el Banco Internacional de Pagos (BIP) como una falta supervisión. La segunda le atribuye una responsabilidad máxima, debido que los bancos centrales en la década de los noventa seguían una regla de política monetaria (regla de Taylor), pero

entre 2002 y 2006 se alejaron de esta, y por ello las tasas de interés de referencia fueron inferiores a las recomendadas por la regla de Taylor. La FED, al alejarse de la tasa de interés recomendada, impulsó la generación de la burbuja en el mercado inmobiliario, que fue el factor desencadenante de la crisis (Taylor, 2007). La tercera se basa en la hipótesis de credibilidad, donde los agentes creyeron que las condiciones de años anteriores de crecimiento económico sin inflación iban a perdurar, lo cual redujo el costo del riesgo y esto incidió para que se tomaran riesgos excesivos.

Los bancos centrales observaron las señales de inestabilidad financiera (expansión de la cartera y aumento en los precios de los activos), pero no tuvieron el interés para intervenir para evitar el colapso; por ello, resulta necesario una articulación entre la política monetaria y la política financiera, también llamada *política macropudencial* (Betbèze *et al.*, 2010). La intervención se hizo después de ocurrida la crisis, argumento respaldado por las doctrinas clásica (Bagehot y Thornton) y neoclásica, donde el banco central debía proveer la liquidez necesaria para crear la salida rápida de la recesión, y por ello es que dentro de las funciones del banco central está la de ser prestamista de última instancia (Metzler, 1986).

En ese sentido, Humphrey (1999) argumenta que entregar recursos a la banca comercial se fundamenta en la necesidad de cumplir los objetivos de protección de la cantidad de dinero en la economía, apoyo al sistema financiero en conjunto más que a instituciones financieras particulares, intervenir de manera coherente con el objetivo de crecimiento del dinero en el largo plazo y eliminar la incertidumbre comunicando con anterioridad el interés del banco central de ser prestamista de última instancia en caso de ocurrencia de una crisis.

Con la crisis los diversos bancos centrales de países desarrollados, en cabeza del banco central de Estados Unidos, comenzaron a otorgar una mayor liquidez para tratar de levantar la economía; sin embargo, la reacción de las variables reales no aparece y se habló de la existencia de trampa de liquidez. Por esta razón, se toma la decisión de

realizar una irrigación ilimitada de recursos monetarios para afectar las expectativas de los agentes. Esta expansión ilimitada de liquidez se enmarca en las llamadas *políticas monetarias no convencionales*, por cuanto se alejan de la regla de política y combaten la crisis en medio de trampa de liquidez.

El debate surge cuando se plantea la necesidad de modificar el marco regulatorio del sistema financiero, para lo cual se establecen límites al crecimiento del apalancamiento, dado que si el nivel de deuda es extremadamente alto, se crea una excesiva exposición al riesgo al sistema financiero. En esta modificación del marco regulatorio se propone la no separación de las funciones de estabilidad financiera a una entidad regulatoria y la estabilidad monetaria al banco central, sino que este último posea un papel activo en la vigilancia del ciclo financiero usando diversos instrumentos de política.

### La política monetaria no convencional

Cuando los bancos centrales desean intervenir, encuentran que la tasa de interés de política tiende a 0%, por los estímulos monetarios para favorecer el crecimiento económico y por la caída considerable de la inflación desde la última década del siglo XX, lo cual ha reducido el margen de maniobra del banco central para estimular la economía. Con este problema se encuentra Japón (desde su recesión en los años noventa), Estados Unidos y Europa. Al respecto, Keynes (1936) había alertado sobre el riesgo de tener la tasa de interés en un valor mínimo cuando las expectativas de la inflación están por debajo del objetivo (cae en una trampa de liquidez), dado que puede crear políticas incapaces de crear el estímulo necesario para reactivar el producto cuando ocurre una desaceleración económica. Según Svenson (2003), la desaceleración puede llevar a una deflación, y esta crea consecuencias negativas sobre la estabilidad financiera: aumento en el valor real de la deuda, caída en los precios de los activos, deterioro de los balances de los bancos comerciales cuando las garantías pierden valor, alza en la tasa de interés

real e incremento de la probabilidad de impagos de los préstamos.

Por lo anterior, surgen las políticas monetarias no convencionales, con el fin de recuperar el estado estacionario único y la dinámica de la economía, aunque estas solo deben utilizarse en situaciones de crisis (Gertler y Karadi, 2011). Para ello Bernanke, Reinhart y Sack (2004) plantean tres opciones que pueden ser complementarias entre ellas. La primera opción se basa en elegir un agregado monetario y tener un compromiso creíble de aumentar la cantidad de dinero en el presente y en el futuro, lo cual incide sobre las expectativas de los inversionistas, debido a que las tasas de interés reales en el futuro serán bajas (Krugman, 2000). Según Woodford (2012), para que los anuncios sean creíbles y afecten las expectativas de los inversores, el banco central debe tener el compromiso de mantener las tasas de interés bajas, incluso cuando la economía tenga una dinámica de crecimiento, es decir, cuando la regla de Taylor le indique que deba realizar una contracción.

La segunda opción es hacer crecer la hoja del balance del banco central; es decir, una flexibilidad cuantitativa, o *quantitative easing* (QE), mediante la adquisición de activos de los bancos en operaciones de mercado abierto, como bonos de deuda privada, derivados, acciones y bonos de deuda pública. Esto se hace para acabar procesos de deflación al estimular el mayor gasto de los hogares y de las empresas. Finalmente, en la tercera opción se plantea que con la modificación de la oferta de títulos en el mercado, los agentes recomponen su portafolio y, por tanto, pueden incidir sobre las tasas de interés de largo plazo, que en otras palabras es modificar la curva de rendimientos, al reducir la prima de riesgo crediticio, la de liquidez y la de vencimiento. Esto, con el fin de afectar la inversión, ya que los agentes solo responden a las tasas de largo plazo que comparan con su EMK, y como estas tasas tienden a bajar, la acumulación de capital tenderá a subir.

La aplicación del QE en Estados Unidos comenzó en noviembre de 2008 con el QE1, cuando se compraron títulos respaldados con hipotecas

(llamados MBS) por 1250 miles de millones de dólares, deuda respaldada por agencias por 200.000 millones de dólares y 300.000 millones de dólares en bonos del tesoro. En noviembre del 2010 se extiende el programa de flexibilidad cuantitativa (QE2) con una compra de 600 miles de millones de dólares de bonos del tesoro y 2300 miles de millones de dólares en diversos títulos. En septiembre del 2011 se hizo la operación Twist, que sustituyó títulos del tesoro que tenían vencimiento a 3 años por títulos entre 6 y 30 años, por valor de 667 miles de millones de dólares, con el fin de aplanar la curva de rendimientos. Finalmente, el QE3 comenzó en septiembre del 2012 y finalizó hacia el cierre del 2014; su objetivo fue realizar compras ilimitadas de títulos (deuda pública y otros) por 85.000 millones de dólares mensuales con el compromiso de mantener la tasa de interés baja hasta mediados del 2015.

En ese sentido, el valor de la hoja del balance de la FED pasó de 1 billón de dólares cuando se dio inicio el QE1 a 4 billones de dólares en el 2013. Las medidas del banco central de Inglaterra han sido similares a las aplicadas por la FED desde Abril de 2008 y las del banco central de Japón desde Junio de 2010.

No obstante, el problema de esta política es el diseño de un mecanismo de salida (*tapering*), dado que el banco central no puede hacer crecer infinitamente su hoja de balance, y tampoco puede realizar una retirada de choque, porque ello derrumbaría inmediatamente los precios de los activos que siguen unas expectativas ya trazadas (Wen, 2013). Por ello, la mejor estrategia resulta ser una retirada que sea anunciada y se realice de manera gradual.

Debe aclararse que cuando se implementan este tipo políticas, se reemplazan los canales de transmisión de la tasa de interés por la intervención directa en los mercados de capitales, lo que constituye una fuente de generación de riesgo crediticio. En América Latina, las medidas no convencionales no fueron tan agresivas como en los países desarrollados, debido a la reducida transmisión de la crisis de los países desarrollados a los emergentes

y al alto margen de maniobra que tenían los bancos centrales a través de la tasa de interés. No obstante, por precaución a sus posibles repercusiones, algunos bancos centrales intervinieron con instrumentos no convencionales al momento de inyectar liquidez, como la ampliación del plazo de las operaciones de liquidez ordinarias, la creación de líneas de crédito especial a sectores vulnerables a la crisis y la compra de títulos corporativos y del gobierno.

Los países donde más se evidenció las intervenciones señaladas fueron aquellos en los que se tenían elevados niveles de dolarización, reflejo de una intervención en el mercado cambiario por parte de los bancos centrales a través de la venta directa de divisas y la emisión de títulos indexados. Esto fue posible gracias a la masiva acumulación de reservas internacionales que se venía haciendo desde años anteriores. En síntesis, puede señalarse que a pesar de haber existido intervención no convencional, en ningún caso existió un aumento considerable de la hoja de balance de los bancos centrales, aunque sí logró aislar parcialmente a los mercados crediticios domésticos de los riesgos originados en los mercados financieros internacionales.

## Regulación financiera y política monetaria

Con la experiencia de la última crisis se creó el debate acerca de la necesidad de una participación del banco central dentro de la regulación del mercado financiero, ya que lo evidenciado es la existencia de un alto nivel de riesgo de separar dentro de las funciones del banco central la estabilidad monetaria y la estabilidad financiera. Esto es así porque el concentrarse en la primera lleva a que una inflación baja y estable generará una menor aversión al riesgo, y de esta manera incitará a los agentes a tomar riesgos excesivos. En ese sentido, las dos funciones deben tener el mismo peso en la balanza para el banco central. Sin embargo, como lo ilustra Goodhart (2013), es más fácil otorgar un objetivo de política monetaria a un banco central que uno de estabilidad financiera, debido a que la

autoridad monetaria tiene el objetivo de mediano plazo de estabilidad precios. Este, de hecho, puede ser cuantificado, y para llegar a él cuenta con el instrumento de la tasa de interés de corto plazo (caso del esquema de inflación objetivo).

Entonces, el debate aquí no es si se debe ampliar la regla de política, sino crear un grupo de instrumentos que puedan ser usados por el banco en su misión de estabilizar el sistema. La defensa de la estabilidad financiera por parte del banco central se denomina *política macroprudencial*, que son instrumentos de política aplicados para mantener la estabilidad financiera en conjunto, porque si se tratare de aplicar el instrumento a entidades específicas, la política sería *microprudencial* (Moreno, 2011). La principal discusión al respecto se dio en el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (lleva a plantear Basilea III en el 2010) y en el Consejo de Estabilidad Financiera. Según Shin (2012), los objetivos de las políticas macroprudenciales, en general, son reducir la prociclicidad del sistema financiero, ir en contra del crecimiento excesivo del crédito en momentos de auge y, por último, minimizar la aparición de fragilidades en el pasivo de entidades bancarias que puede llevar a choques adversos del financiamiento cuando se deterioran las condiciones de liquidez externa.

Para servir de guía en la aplicación de la política, se usan tres tipos de indicadores. Los primeros son los de resistencia del sistema financiero, como es el caso de los coeficientes de suficiencia de capital, las provisiones para insolvencias y los beneficios de los bancos. Los segundos se basan en indicadores de desequilibrios macroeconómicos, que se usan para diseñar los sistemas de alerta temprana. Y los terceros son los indicadores de riesgos sistémicos, que sirven para caracterizar los riesgos del sistema financiero a través de pruebas de tensión (*stress tests*), y entre estos se encuentran el impacto de las perturbaciones macroeconómicas sobre el sector financiero, las exposiciones de entidades bancarias a las quiebras cuando tratan de cumplir con sus obligaciones y la exposición de unas entidades bancarias al riesgo de contrapartida

por la aparición de otra entidad que no pueda pagar sus deudas (Moreno, 2011).

Por tanto, los principales instrumentos<sup>19</sup> que utiliza la política macroprudencial para su intervención en economías emergentes son: a) diferentes medidas para controlar la entrada de capitales (control de las bonanzas de flujos de capital); b) intervención en los mercados de divisas y acumulación de reservas internacionales; c) estrategias para el fortalecimiento de los recursos propios y manejo de los pasivos dentro del balance de las entidades de crédito; d) medidas que garantice mantener la calidad del crédito.

Para el control de capitales, el Fondo Monetario Internacional ha establecido que las autoridades deban aplicar las políticas de restricciones a la actividad, costos sobre la base de la residencia del inversionista y los límites al apalancamiento con el extranjero (Shin, 2012). El segundo instrumento es el cumplimiento de un objetivo de política macroeconómica, pero que puede convertirse en un objetivo de estabilidad financiera; por ello, intervenir en el mercado de divisas tiene que ver con utilizar los instrumentos tradicionales de política cambiaria (variación de las reservas internacionales y uso de instrumentos de derivados para afectar las expectativas), los controles de capital para evitar que el costo del endeudamiento externo se eleve y las reservas internacionales para disminuir las consecuencias negativas de alguna parada súbita (Reinhart y Reinhart, 2009).

El tercer instrumento se fundamenta en la adecuada administración del capital bancario y de los pasivos de las entidades de crédito. En Basilea III se prioriza el primer caso, donde se sugiere definir requerimientos de capital anticíclicos, aprovisionamiento orientado hacia futuro (crear un colchón en forma provisiones al momento de realizar el crédito para reducir pérdidas) y límites de apalancamiento de los bancos (Shin, 2012). El manejo de los pasivos debe estar fundamentado desde lo que se considera como *pasivos básicos* (financiamiento

<sup>19</sup> Para mayor profundidad de cada instrumento, consultar Moreno (2011).

del banco en épocas normales) frente a *pasivos no básicos* (pasivos con otro banco y pasivos con un extranjero); entonces, para reducir la acumulación de riesgos sistémicos se establecen gravámenes sobre los pasivos no básicos, donde la base gravable cambia con el ciclo financiero (en auge los pasivos no básicos suben), por lo que el impuesto puede servir como un estabilizador automático (Shin, 2012). El cuarto instrumento se basa en definir políticas del lado de los activos, entre las cuales se encuentran los encajes bancarios para la gestión macroeconómica y la política prudencial, y establecer límites a la relación entre el valor del préstamo y el valor del activo que sirve como colateral, a la relación entre el servicio de la deuda y el nivel de ingresos del prestatario y, finalmente, a la relación préstamos respecto a depósitos (Shin, 2012).

Sin embargo, el uso de estos instrumentos no obstaculiza el uso de las tasas de interés para garantizar la estabilidad monetaria, sino que son complementarios, porque si existen presiones inflacionarias, crecimiento de crédito y ascenso de los precios de los activos, entonces la autoridad monetaria desearía tomar medidas contractivas. En ese caso, la tasa de interés de política sube y los instrumentos macroprudenciales se endurecen, lo cual refuerza las restricciones financieras. El uso de uno u otro instrumento dependerá de las coincidencias de las consideraciones macroeconómicas y de estabilidad financiera, así como de los efectos de cada instrumento (Moreno, 2011).

En ese sentido, es posible definir una regla macroprudencial diferente a la regla de política monetaria, donde la regla para el instrumento macroprudencial (puede definirse, por ejemplo, a los requerimientos de capital) es la ecuación [4], la cual muestra que el instrumento  $\tau_t$  responde en forma exponencial en  $\delta$  a la desviación del crédito de su estado estacionario, considerando un nivel constante del instrumento  $\tau$ . En el modelo que construye Beau (2012) se prueba que tener, al mismo tiempo, una regla para un instrumento macroprudencial funcionando y una regla de Taylor tiene mayores ganancias en materia de estabilidad

financiera que tener solamente una regla de política monetaria:

$$\tau_t = \tau \left( \frac{L_t}{L^*} \right)^\delta \quad [4]$$

Lo anterior es corroborado por Sámano (2012) a través de un modelo nekeynesiano semiestructural para una economía abierta y pequeña, el cual refleja que cuando el banco central (alguna autoridad independiente) usa un instrumento de política macroprudencial, adicional al instrumento de política monetaria, pueden obtenerse ganancias adicionales en términos de estabilidad de la brecha del producto y de la inflación. En el mismo trabajo se dice que si desea usar un instrumento macroprudencial, este debe cumplir con unas características para poder afectar la dinámica del ciclo económico. Debe tener la capacidad de incidir en el canal por el que las fricciones financieras afectan a las condiciones macroeconómicas y, además, debe reaccionar a una variable que sea referencia (*benchmark*) para analizar la situación del sector financiero (precios de activos o crecimiento del crédito).

## CONCLUSIONES

En este artículo se hizo un análisis de las distintas posturas de la política monetaria, para finalmente relacionarlas con la estabilidad financiera. En ese sentido, la primera noción que se trabajó fue la de Hume (1970) y los clásicos, para quienes el dinero es neutral, por lo que existe una teoría monetaria separada de la teoría del valor. Sin embargo, ya se había reconocido el papel del banco central como estabilizador del ciclo del crédito a través de su función de ser prestamista de última instancia, por el reconocimiento por parte de Marshall (1923), sobre las crisis creadas a partir de procesos de apalancamiento excesivo que iban a determinar procesos especulativos en la economía. Sin embargo, es Keynes (1936) quien presentó una explicación de la no neutralidad del dinero, por lo que apoyó el uso de la política monetaria en forma discrecional para estimular el crecimiento económico,

aunque reconoció la inestabilidad endógena al sistema económico.

Ahora bien, lo que surge después del planteamiento de Keynes (1936) es la ideología de Friedman (1988), quien con la negación del uso discrecional de la política monetaria lleva a proponer la formulación de reglas monetarias, más aún cuando los nuevos clásicos defienden la superneutralidad del dinero bajo expectativas racionales. Para Friedman, con una regla de crecimiento constante del dinero se podría lograr la estabilidad financiera, debido a que con una irrigación continua de dinero no existirán necesidades de liquidez cuando aparezca una crisis económica. La idea de diseñar reglas llevó a que en los noventa se diera un interés por definir un esquema de inflación objetivo. La regla de Taylor sería la que establece la decisión de intervenir con las tasas de interés; por ello, sus defensores plantean que si se crea una regla que ve hacia el futuro y sigue un mecanismo de inercia, se propenderá a la estabilidad financiera porque protegerá al sistema bancario.

No obstante, la crisis del 2008 demostró la debilidad de los instrumentos usados por la autoridad monetaria, como es el caso de la tasa de interés, que por las bajas tasas de inflación, la economía entró a un entorno de trampa de liquidez, tratando la FED de resolver el problema a través de políticas no convencionales mediante un crecimiento acelerado de los agregados monetarios (instrumento monetarista).

Una crítica a la política señalada proviene de las ideas de Hayek (1931, 1974, 1988), debido a que una expansión excesiva de dinero podría recuperar el crecimiento de la producción y bajar el desempleo en el corto plazo, aunque lo que se está creando es un problema de sobreinversión, que en el tiempo terminará generando una mayor desaceleración y un mayor desempleo. Sin embargo, la escuela austriaca sí apoya la creación de una institución encargada de hacer efectiva la regulación financiera a través de la capitalización estructural, el nivel de reservas y la liquidez de las entidades financieras, con lo cual se reduce la capacidad de endeudamiento y se minimiza el riesgo moral en la resolución de las crisis.

En ese sentido, el debate que ahora persiste no es la utilización del instrumento que define la regla de Taylor para combatir la fragilidad financiera, sino que es ampliar las funciones del banco central, con nuevos instrumentos, que permitan garantizar la asignación eficiente de los recursos para ahorro e inversión, préstamos y endeudamiento, y la fijación correcta de precios de activos. Por tanto, una autoridad monetaria deberá ser encargada de guiar políticas macroprudenciales que, a través de la administración del riesgo de crédito, puedan evitar los choques de carácter financiero y, de esa manera, las crisis económicas profundas.

## REFERENCIAS

1. Anderson, P. y Gruen, D. (1995). Macroeconomic policies and growth. En P. Anderson, J. Dweyer y D. Gruen (Eds.), *Productividad y crecimiento: síntesis de una conferencia dictada en el centro H.C. Coombs para Estudios Financieros, Kirribilli, Australia, julio 10-11* (pp. 279-319). Sídney: Banco de la Reserva de Australia.
2. Argandoña, A. (1990). *El pensamiento económico de Milton Friedman*. Navarra: Universidad de Navarra.
3. Barro, R. y Gordon, D. (1983). Rules, discretion, and reputation in a model of monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, 12, 101-122.
4. Beau, D., Laurent, C. y Benoit, M. (2012). *Macro-prudential policy and the conduct of monetary policy*. París: Banco de Francia.
5. Bernanke, B. y Gertler, M. (1999). Monetary policy and asset market volatility. *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, 84, 17-52.
6. Bernanke, B., Reinhart, V. y Sack, B. (2004). Monetary policy alternatives at the Zero Bound: an empirical assessment. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 1-100.
7. Betbèze, J.-P. et al. (2010). *Bancos centrales y estabilidad financiera* (resumen del informe CAE 96). París: Consejo de Análisis Económico.
8. Brainard, W. (1967). Uncertainty and the effectiveness of policy. *American Economic Review*, 57, 411-425.
9. Cachanosky, J. (2002). Crisis económicas: causa y consecuencias. *Revista Libertas*, 36. Recuperado de [http://www.eseade.edu.ar/files/Libertas/9\\_7\\_Cachanosky.pdf](http://www.eseade.edu.ar/files/Libertas/9_7_Cachanosky.pdf)
10. Calvo, Guillermo (1978). On the time consistency of optimal policy in a monetary economy. *Econometrica*, 46, 1411-1428.
11. Caprio, G. y Klingebiel, D. (1996). Bank insolvency, bad policy or bad banking? Annual World Bank Conference on Development 1996. Washington: Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento.
12. Carstens, A. y Reynoso, A. (s. f). *Alcances de la política monetaria: marco teórico y regularidades empíricas en la experiencia mexicana* (documento de investigación 9705). México: Banco de México.
13. Christiano, L. et al. (2010). Monetary policy and stock market booms. En *Macroeconomic challenges: the decade ahead*. Kansas: Federal Reserve Bank of Kansas City.
14. Clarida, R., Galí, J. y Gertler, M. (1999). The science of monetary policy: a new Keynesian perspective. *Journal of Economic Literature*, 37(4). Recuperado de <https://ideas.repec.org/a/aea/jelcit/v37y1999i4p1661-1707.html>
15. De Juan, O. (2004). Paths of accumulation and growth. *Review of Political Economy*, 16(4).
16. English, C., Guerrieri, L. y Gust, C. (2006), SIGMA: a new open economy model for policy analysis. *International Journal of Central Banking*, 2, 1-50.
17. Fischer, S. (1994). The role of macroeconomic factor in growth. *Journal of Monetary Economics*, 32, 485-512.
18. Friedman, M. (1968). The role of monetary policy. *American Economic Review*, 58, 1-17.
19. Friedman, M. y Schwartz, A. (1963). *A monetary history of the United States 1867-1960*. Nueva York: The National Bureau of Economic Research (NBER).
20. Gallardo, A., Chaparro, G. y Lozada, I. (2012). Sobre la tesis de endogeneidad de Adam Smith: un enfoque revolucionario más allá de Keynes. *XIII Jornadas de Economía Crítica: "Los costes de la crisis y alternativas en construcción"*. Sevilla.

21. Getler, M. y Karadi, P. (2011). A model of unconventional monetary policy. *Journal of Monetary Policy*, 58, 17-34.
22. Goodhart, C. (2013). La autoridad macroprudencial: poderes, alcances y rendición de cuentas. *Revista de Estudios Económicos*, 25, 9-28.
23. Hayek, F. (1931). *Prices and production*. Londres: Universidad de Londres.
24. Hayek, F. (1974). La pretensión del conocimiento (conferencia pronunciada con ocasión de la recepción del premio Nobel, el 11 de diciembre de 1974, en la Escuela de Economía de Estocolmo). Estocolmo.
25. Hayek, F. (1988). *La fatal arrogancia. Los errores del socialismo* (Obras completas, tomo I). Madrid: Unión Editorial.
26. Humphrey, T. M. (1986). The classical concept of the lender of last resort. En T. Humphrey (Ed.), *Essays on inflation*. Richmond: Federal Reserve Bank of Richmond.
27. Hume, D. (1970). *Writings on economics*. Mádison. Universidad de Winsconsin.
28. Keynes, J. M. (1936). *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*. México: Fondo de Cultura Económica.
29. Kicillof, A. (2007). *Fundamentos de la teoría general. Las consecuencias teóricas de Lord Keynes*. Buenos Aires: Eudeba.
30. Krugman, P. (2000). Thinking about the tiquidity Trap. *Journal of the Japanese and International Economies*, 14, 221-237.
31. Kydland, F y Prescott, E. (1977). Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans. *Journal of Political Economy*, 85, 473-492.
32. Lavoie, M. (2005). *La economía postkeynesiana: un antídoto del pensamiento único*. Barcelona: Icara.
33. León, J. (2000). La neutralidad del dinero desde una perspectiva histórica. *Investigación Económica*, 234, 115-164.
34. León, J. (2012). Las reglas monetarias desde una perspectiva histórica: reflexiones para la economía mexicana. *Economía Informa*, 377, 29-46.
35. Lucas, R. (1972). Expectations and the neutrality of money. *Journal of Economic Theory*, 4, 103-124.
36. Lucas, R. (1973). Some international evidence on output-inflation tradeoffs. *American Economic Review*, 63, 326-334.
37. Lucas, R. (1976). *Econometric policy evaluation: a critique*. Serie de Conferencias Carnegie-Rochester sobre Política Pública.
38. Marshall, A. (1923). *Money, credit and commerce*. Nueva York: Augustus M. Kelley.
39. McCallum, B. (1987). The case for rules in the conduct of monetary policy: a concrete example. Recuperado de <http://core.ac.uk/download/pdf/7359762.pdf>
40. Méndez, F. (2008). *Alfred Marshall y el banco central: política monetaria*. Madrid: Universidad Complutense de Madrid.
41. Metzler, A (1986). Financial failures and financial policies. En G. Kaufman y R. Kormendia (Eds.), *Deregulating financial services: public policy in flux*. Cambridge: Ballinger Pub.
42. Mishkin, F. (2007). Consensos actuales en política monetaria: entre el arte y la ciencia. *Revista Cultura Económica*, 70, 44-65.

43. Mora, O. (2008). El proceso de transformación del capitalismo mundial: momentos, conceptualizaciones y consecuencias de la política pública económica y social. *Revista Apuntes del Cenes*, 45, 87-135.
44. Moreno, R. (2011). *La Formulación de políticas desde una perspectiva macroprudencial en economías de mercado emergentes* (documento de trabajo). Basilea: Banco Internacional de Pagos.
45. Poole, W. (1970). Optimal choice of monetary policy instrument in a simple stochastic macro model. *Quarterly Journal of Economics*, 84, 197-216.
46. Phelps, E. (1968). Money-wage dynamics and labor-market equilibrium. *Journal of Political Economy*, 76, 687-711.
47. Phillips, A. W. (1958). The relation between unemployment and the rate of change of money wage rate in the United Kingdom, 1861-1957. *Econometrica*, 25, 283- 299.
48. Ravier, A. O (2008). Regla monetaria vs. discrecionalidad: una ampliación del debate. *Revista de Instituciones, Ideas y Mercados*, 48, 113-148.
49. Reinhart, C. y Reinhart, V. (2009). Bonanzas de flujos de capital: una política que abarca el pasado y presente. *Ensayos de Política Económica*, 27(59). Recuperado de [http://www.scielo.org.co/scielo.php?pid=S0120-44832009000200007&script=sci\\_arttext](http://www.scielo.org.co/scielo.php?pid=S0120-44832009000200007&script=sci_arttext)
50. Sámano, D. (2011). En la búsqueda de herramientas de política macroprudencial (Premio de Banca Central Rodrigo Gómez de 2011, CEMLA). Recuperado de <http://www.cemla.org/PDF/premiobc/publib-premio2011.pdf>
51. Samuelson, P. A. (1958). An exact consumption-loan model of interest with or without the social contrivance of money. *Journal of Political Economy*, 66(6), 467-482.
52. Samuelson, P. A. y Solow, R. M. (1960). Analytical aspects of anti-inflation policy. *The American Economic Review*, 50(2), 177-194.
53. Shin, H. (2012). Adaptación de políticas macroprudenciales a las condiciones globales de liquidez. *Revista Economía Chilena*, 15(2). Recuperado de <http://www.bcentral.cl/estudios/revista-economia/2012/ago/recv15n2ago2012pp33-65.pdf>
54. Smith, A. (1776). *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations* (vol. I). Indianapolis: Liberty Fund.
55. Snowdon, B., Vane, H. R y Wynarczyk, P. (1994). *A modern guide to macroeconomics: an introduction to competing schools of thought*. Aldeshot: Edward Elgar Published.
56. Svenson, L. (2003). *Optimal policy with low-probability extreme events* (documento de trabajo 10196). Massachusetts: The National Bureau of Economic Research (NBER).
57. Taylor, J. (2007). *Housing and monetary policy*. Recuperado de <http://www.nber.org/papers/w13682.pdf>
58. Taylor, J. (2000). *Uso de reglas de Política Monetaria en de mercados emergentes*. México: Banco de México.
59. Taylor, J. (1993). Discretion versus policy rules in practice. *Cmegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, 195-214.
60. Tinbergen, J. (1952). *On the theory of economic policy*. Ámsterdam: North Holland.
61. Wen, Y. (2013). *Evaluating unconventional monetary policies: why aren't they more effective?* (Working Paper 028). San Luis: Federal Reserve of ST. Louis, Research Division.
62. Wicksell, K. (1898). *Interest and prices*. Londres: McMillan.
63. Wicksell, K. (1922). *Vorlesungen über Nationalökonomie, Band 2: Geld und Kredit*. Jena: Gustav Fischer.

64. Williams, J.C. (1999). *Simple rules for monetary policy*. Recuperado de <http://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-review/2003/article1.pdf>
65. Woodford, M. (2012). *Methods of policy accomodation at the interest-rate lower bound*. Kansas: Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium.
66. Woodford, M. (1999). *Optimal monetary policy inertia*. Massachussets: The National Bureau of Economic Research (NBER).

