

# Shock mayor

**Al envejecer las economías avanzadas la política monetaria puede perder parte de su efecto**

Patrick Imam

**E**L MUNDO está experimentando un cambio demográfico sin precedentes. La población está envejeciendo, especialmente en las economías avanzadas. Las consecuencias de este proceso para la política de gasto público e impuestos (es decir, la política fiscal) han sido ampliamente estudiadas, y hay acuerdo general en que resulta esencial una combinación de mayores impuestos, menores prestaciones jubilatorias y prolongación de la vida laboral para hacer frente a la carga fiscal que conlleva una población que envejece, aunque los desafíos políticos para hacerlo son enormes.

Sin embargo, se ha estudiado poco el impacto del envejecimiento de la población sobre la política monetaria, es decir, el proceso por el cual los bancos centrales influyen en las tasas de interés y la oferta de dinero para promover la estabilidad de la inflación, el empleo y el crecimiento.

La hipótesis del ciclo de vida —que plantea que los hogares toman préstamos principalmente cuando son jóvenes, acumulan activos y pagan sus préstamos hasta que se jubilan, y durante su jubilación viven de sus activos— lleva a pensar en un claro vínculo entre la eficacia de la política monetaria y la demografía. Parte de la razón por la cual los economistas apenas han analizado ese vínculo es que normalmente la política monetaria se formula con el objetivo de reaccionar ante crisis de corto plazo, en un horizonte de corto plazo de uno a dos años, no ante factores que actúan lentamente, como el cambio demográfico, que se materializa a lo largo de décadas.

Pese a que el cambio demográfico puede ser silencioso y lento, mis investigaciones muestran importantes implicaciones para la política monetaria en las economías avanzadas, incluidos los enfoques no convencionales de los últimos años. En teoría, el impacto del envejecimiento de la población es ambiguo: la población de mayor edad se ve afectada de manera diferente que los jóvenes a través de los distintos canales por los cuales se transmite la política monetaria. En general, sin embargo, observé que en las sociedades que envejecen la política monetaria pierde eficacia.

## Un vuelco repentino

A la política monetaria se le atribuyó gran parte del mérito de contener y estabilizar la inflación, y de fomentar por esa vía un crecimiento constante y una sustancial reducción de la volatilidad del ciclo económico, efecto que perduró en las economías avanzadas desde mediados de la década de los ochenta hasta la

crisis financiera mundial que comenzó en 2008. Según el análisis realizado, al mantener las expectativas de inflación bajo control, los bancos centrales logran reducir la incertidumbre que puede enturbiar las decisiones de inversión y frenar el consumo, y pueden responder con flexibilidad ante los shocks. Tanto la Guerra del Golfo en 1991 como el colapso de la burbuja informática en 2000 estuvieron seguidos por una rápida distensión de la política monetaria orientada a reanudar la actividad económica. Esa respuesta rápida fue posible debido a las bajas expectativas de inflación.

Pero la creencia en la eficacia de la política monetaria cayó por tierra con la crisis financiera mundial de 2008. Desde el comienzo de la crisis, los bancos centrales han tenido dificultades para apuntalar el crecimiento y los precios, ya sea en Japón, Estados Unidos o Europa. Y ahora hay más evidencias de que incluso durante los casi 25 años de la llamada Gran Moderación que precedió a la crisis, la política monetaria fue menos omnipotente de lo que parecía.

Estas nuevas evidencias muestran que desde mediados de la década de los ochenta la política monetaria ha tenido un impacto menor, y decreciente, en variables tales como el desempleo y la inflación. Esta menor eficacia suele atribuirse a que las expectativas en cuanto a la inflación y el producto están mejor ancladas, y por lo tanto se ven menos afectadas por los cambios en las tasas de interés (Boivin, Kiley y Mishkin, 2010). En general, la inflación es menos sensible a los cambios en el desempleo cíclico/la brecha del producto cuando las expectativas de inflación se mantienen bien ancladas en la meta fijada por el banco central, incluso durante recesiones profundas, como la reciente crisis financiera mundial (FMI, 2013). Muchos economistas sostienen que estos factores explican por qué la política de expansión monetaria sin precedentes aplicada desde 2008 no ha tenido un mayor impacto en la inflación o el producto.

Los investigadores ofrecen dos explicaciones principales para este menor efecto de la política monetaria:

*La transformación estructural de la economía, en particular en el mercado de crédito:* Algunos analistas sostienen que los cambios institucionales en el mercado de crédito explican el debilitamiento de la eficacia de la política monetaria. Afirman que en las últimas décadas se flexibilizaron las restricciones regulatorias y se liberalizaron los mercados de crédito. Nuevas formas de préstamo (como la titulización, que transforma los préstamos en títulos) han permitido que diferentes tipos de



instituciones proporcionaran crédito, lo que se ha denominado el sector bancario paralelo (véase “¿Qué es la banca paralela?” en la edición de *F&D* de junio de 2013). La banca paralela ha permitido un acceso al crédito más fácil y amplio para personas que antes tenían problemas para obtener financiamiento. En principio, estos cambios deberían incrementar la eficacia de la política monetaria. Sin embargo, los cambios en los mercados de crédito se produjeron al mismo tiempo en que los balances de los hogares, sobre todo el valor de las casas, comenzaron a tener un papel más relevante en las decisiones de consumo. Los consumidores descubrieron que podían obtener dinero sobre el valor acumulado en sus casas refinanciando las hipotecas. Eso significó que las tasas activas y pasivas estándar para los consumidores perdieron importancia, lo que a su vez redujo la importancia del canal del crédito y, como resultado, la sensibilidad de la actividad económica a los cambios en la política monetaria.

*Cambios en la forma en que la política monetaria afecta a las expectativas de los agentes económicos, como las empresas y los consumidores:* Algunos economistas argumentan también que los bancos centrales, debido a su sólida credibilidad han intervenido cada vez más a través de “operaciones de viva voz”, es decir, manejando las expectativas solamente a través de las comunicaciones, sin tener que modificar las tasas de interés tanto como lo hacían antes. La expectativa de que la política monetaria respondería con firmeza si el producto se apartara de su potencial o si la inflación se desviara de su meta ha dado lugar a una mayor estabilidad de las expectativas con respecto a los ingresos y la inflación. Esto significa, a su vez, una mayor estabilidad del gasto real y la inflación, lo que reduce el efecto de las variaciones de las tasas de interés.

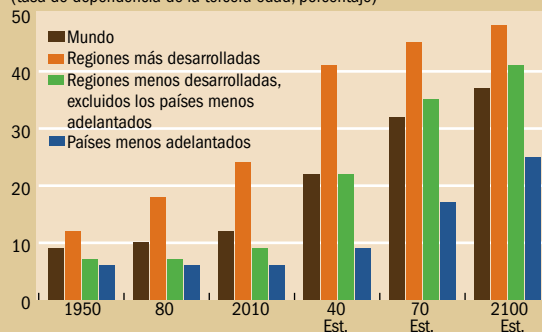
Estos factores son importantes, pero no son la única explicación para la menor eficacia de la política monetaria. Una explicación que no ha recibido gran atención es el importante papel que han tenido los cambios demográficos en el debilitamiento de dicha eficacia en cinco grandes economías avanzadas que he estudiado: Alemania, Canadá, Estados Unidos, Japón y el Reino Unido.

Los perfiles demográficos varían significativamente según el país. Algunos, como Alemania y Japón, están envejeciendo más rápidamente que otros, pero ningún país queda al margen de este fenómeno. El resultado es una proporción cada vez más alta de personas mayores en relación con la población en edad de trabajar, la llamada tasa de dependencia de la tercera edad (véase el gráfico). Además, dado que las tasas de fecundidad se están desplomando en todas partes, el mundo está envejeciendo

### Encaneciendo

Si bien algunas sociedades están envejeciendo más rápidamente que otras, ninguna es inmune a los cambios demográficos, cuyo resultado es una proporción cada vez más alta de personas mayores en relación con la población en edad de trabajar.

(tasa de dependencia de la tercera edad, porcentaje)



Fuente: Naciones Unidas.

Nota: La tasa de dependencia de la tercera edad es el número de personas mayores de 65 años, dividido por el número de personas de 15 a 65 años de edad. Los años posteriores a 2010 son estimaciones. Las regiones más desarrolladas comprenden Australia, Canadá, Estados Unidos, Europa, Japón y Nueva Zelanda. Las regiones menos desarrolladas comprenden todos los países de África, Asia (excluido Japón), América Latina y el Caribe, más Melanesia, Micronesia y Polinesia, con excepción de los países menos adelantados. En la categoría de “menos adelantados” se incluyen los siguientes 49 países: Afganistán, Angola, Bangladesh, Benín, Bhután, Burkina Faso, Burundi, Camboya, Chad, Comoras, Djibouti, Guinea Ecuatorial, Eritrea, Etiopía, Gambia, Guinea, Guinea-Bissau, Haití, Islas Salomón, Kiribati, Lesotho, Liberia, Madagascar, Malawi, Maldivas, Malí, Mauritania, Mozambique, Myanmar, Nepal, Níger, República Centroafricana, República Democrática del Congo, República Democrática Popular Lao, Rwanda, Samoa, Santo Tomé y Príncipe, Senegal, Sierra Leona, Somalia, Sudán, Tanzania, Timor-Leste, Togo, Tuvalu, Uganda, Vanuatu, Yemen y Zambia.

con rapidez. Según la hipótesis del ciclo de vida, en las sociedades envejecidas, especialmente en las economías avanzadas, debería haber una gran proporción de hogares que son acreedores y menos sensibles a las variaciones de las tasas de interés, sobre todo si estas son fijas y no cambian con la inflación, como suele ocurrir en los países estudiados. Las sociedades más jóvenes, en cambio, deberían tener una mayor proporción de deudores con mayor sensibilidad a los cambios en las tasas de interés inducidos por la política monetaria. En otras palabras, la demografía interactúa con los cambios estructurales y las expectativas y modera el efecto de la política monetaria sobre la inflación y el desempleo.

### Diferente impacto

La política monetaria afecta a los diferentes grupos de diversas formas, dependiendo tanto del grupo como del canal a través del cual actúa la política monetaria (véase el cuadro). La política monetaria induce cambios en el comportamiento a través del ajuste de las tasas de interés, de varias maneras; entre ellas las siguientes:

**Canal de la tasa de interés:** Según la hipótesis del ciclo de vida, las personas adquieren activos, como casas, acciones y bonos, a lo largo de su vida laboral y los venden después de su jubilación. Tanto el ahorro como el consumo de los hogares siguen un patrón bien establecido que se modifica con la edad. La deuda aumenta en las primeras etapas del ciclo de vida y luego comienza a disminuir (aunque en los últimos años de manera más gradual que en el pasado, debido a la crisis mundial y al mayor costo de la educación y el cuidado de los padres, entre otras cosas). Los hogares más jóvenes, que suelen ser deudores netos, son más sensibles a las fluctuaciones de las tasas de interés, mientras que los hogares de mayor edad, que normalmente no necesitan pedir préstamos, son menos sensibles a este canal. Esto significa que en las sociedades donde predominan las familias jóvenes, la política monetaria sería una herramienta más eficaz para amortiguar o estimular la demanda que en una sociedad de mayor edad.

**Canal del crédito:** Este canal amplifica el canal de la tasa de interés al afectar la denominada prima de financiamiento externo —la diferencia en el costo para los hogares o empresas de utilizar sus propios fondos para financiar compras en lugar de pedir

préstamos externos. Los hogares de mayor edad tienen un mayor patrimonio neto que los hogares más jóvenes y tienen una mayor probabilidad de autofinanciar su inversión o consumo. Al mismo tiempo, las personas mayores tienen una gran cantidad de activos que pueden utilizar como garantía, por lo cual la prima de riesgo de sus préstamos es más baja y el costo de obtener fondos externos también debería ser menor. La capacidad de autofinanciarse y de obtener préstamos más baratos sugiere que las sociedades mayores son menos sensibles a los efectos de la política monetaria a través del canal del crédito. En las economías avanzadas hay muchas personas mayores en situación de pobreza, pero normalmente se ven poco afectadas por los cambios en la política monetaria porque no pueden obtener crédito en ninguna circunstancia.

**Canal del efecto riqueza:** En base a la hipótesis del ciclo de vida, cabe esperar que los cambios demográficos afecten a los precios de los activos. Los jóvenes suelen tener pocos activos, mientras que los mayores pueden poseer muchos. Cuando una familia ha adquirido activos sustanciales, muchos de estos generan interés, lo que significa que las variaciones de las tasas de interés afectan a los ingresos de los hogares de mayor edad más que a aquellos que tienen pocos activos que generan intereses. En las sociedades envejecidas, es probable que el efecto riqueza revista mayor importancia, porque la riqueza tiende a concentrarse en las personas de mayor edad (al menos en las economías avanzadas) y por lo general suele estar invertida en productos de renta fija sensibles a la tasa de interés. Por lo tanto, los cambios demográficos tienden a acrecentar la importancia relativa del canal del efecto riqueza, con lo cual se potencia la eficacia de la política monetaria. Pero la aplicación de una política monetaria más expansiva desde que se inició la crisis mundial puede haber debilitado la eficacia de la política monetaria a través del canal del efecto riqueza. Las tasas más bajas resultantes de esta política expansiva reducen la renta que pueden generar las cuentas de ahorro o los seguros de renta vitalicia, lo cual puede haber alentado a los hogares de mayor edad a ahorrar más y consumir menos. Sin embargo, no existe todavía evidencia empírica convincente que respalde esta afirmación.

Hay otros canales, menos estudiados y más difíciles de discernir, que pueden alterar la forma en que se transmite la política monetaria, por ejemplo:

**Canal de asunción de riesgos:** La política monetaria afecta a la percepción del riesgo por parte de los individuos y empresas. Este canal influye en la asunción de riesgos al alentar a la gente a buscar un mayor rendimiento. Se ha observado que las entidades financieras piden más dinero prestado (aumentan su apalancamiento) cuando las tasas de interés bajan, y menos cuando las tasas suben. Las personas mayores tienen menos tiempo para recuperar las pérdidas, y por eso en una sociedad más envejecida puede haber más hogares con aversión al riesgo y menos asunción general de riesgos, es decir menos inversiones en acciones y más en bonos. Dado que el canal de asunción de riesgos es menos potente en una sociedad que envejece, es probable que la eficacia de la política monetaria haya disminuido.

**Canal de expectativas:** Es probable que el cambio demográfico tenga poco impacto en las expectativas, dado que estas están firmemente ancladas en la credibilidad del banco central, lo cual no debería cambiar cuando una sociedad envejece. Pero investigaciones recientes basadas en datos de encuestas indi-

### Transmisión de la política monetaria

La política monetaria puede transmitirse por diversos canales, y la edad de la población puede influir en su eficacia.

| Canal               | Sociedad joven   | Sociedad envejecida | Cómo funciona  |
|---------------------|------------------|---------------------|--|
| Tasa de interés     | Más importante   | Menos importante    | Demanda de crédito: Los adultos jóvenes necesitan más crédito que los de mayor edad  |
| Crédito             | Más importante   | Menos importante    | Prima de riesgo externa: Los adultos jóvenes tienen mayor necesidad de tomar préstamos de fuentes externas   |
| Efecto riqueza      | Menos importante | Más importante      | Distribución del ingreso: Los jóvenes poseen poca riqueza, mientras que las personas de edad avanzada concentran la mayor parte de la riqueza, con lo cual estos últimos son más sensibles a los cambios en la política monetaria. |
| Asunción de riesgos | Más importante   | Menos importante    | Aversión al riesgo: Los adultos de mayor edad son más aversos al riesgo, y son menos sensibles a los cambios en la política monetaria  |
| Expectativas        | Menos importante | Más importante      | Expectativas inflacionarias: Los adultos de mayor edad son más sensibles a la inflación que los más jóvenes  |

can que, a igualdad de los demás factores, las expectativas de inflación aumentan a medida que la población envejece, lo que induce un comportamiento de aversión al riesgo (Blanchflower y MacCoille, 2009). La economía del comportamiento sostiene que esta mayor aversión al riesgo se debe a que los hogares de más edad generalmente son acreedores y se verían más afectados por una inflación más alta que los hogares más jóvenes, a quienes en realidad la inflación puede beneficiar. En la práctica, por lo tanto, es posible que los bancos centrales respondan a la creciente preocupación por la inflación en una sociedad que envejece y pongan más énfasis en la estabilidad de precios.

Para estimar el impacto neto de estos efectos contrapuestos del cambio demográfico sobre la eficacia de la política monetaria, tracé un mapa en el que se comparan las estimaciones de la política monetaria de cada país con su respectiva estructura demográfica. La investigación se centró en las cinco principales economías avanzadas con políticas monetarias independientes durante el período 1963–2007. Tomé 2007 para evitar complicaciones causadas por la crisis mundial. Comparando los cambios en la eficacia de la política monetaria con los cambios en las tasas de dependencia en cada uno de los cinco países, y centrando la atención en el grado en que el envejecimiento puede explicar los cambios en la sensibilidad a las tasas de interés, analicé el impacto de los cambios en la política monetaria sobre la inflación y el desempleo. La investigación confirmó que existe una relación robusta entre la tendencia demográfica y la eficacia de la política monetaria y también demostró que existe entre el envejecimiento y el debilitamiento de la eficacia de la política monetaria una relación a largo plazo que no se ve afectada por factores de corto plazo. Se observó que un aumento de 1 punto porcentual en la tasa de dependencia reduce en 0,1 punto porcentual la capacidad de la política monetaria para influir en la inflación, y en un 0,35 punto porcentual su capacidad para influir en la tasa de desempleo. Esto reviste particular importancia cuando se lo vincula, por ejemplo, con el aumento de 10 puntos proyectado para la tasa de dependencia de Alemania durante la próxima década. Por lo tanto, en las sociedades ancianas la pérdida de eficacia de la política monetaria es más pronunciada.

### Nuevas fuerzas contrapuestas

Mi investigación ilustra que el cambio demográfico explica en parte por qué el estímulo monetario no está teniendo un impacto mayor. Si las sociedades donde predominan los hogares de mayor edad tienden a ser menos sensibles a las variaciones de las tasas de interés, la política monetaria será menos potente en una sociedad en proceso de envejecimiento. Los cambios demográficos implican que las tasas de política monetaria se mantendrán bajas en las economías avanzadas durante mucho tiempo. En una sociedad cuya población está envejeciendo surgirán nuevas fuerzas encontradas que probablemente harán que la política monetaria deba operar de manera diferente para lograr el mismo efecto.

En primer lugar, es probable que haya un cambio en la preferencia relativa por la inflación sobre la estabilización del producto, porque en promedio los hogares de edad más avanzada tienen un mayor patrimonio neto y, por tanto, se ven más afectados por la inflación no prevista. Por lo tanto, el aumento de la aversión a la inflación puede conducir a una meta óptima de inflación más

baja. Los bancos centrales de todo el mundo, a su vez, tendrán que sopesar estos factores contrapuestos, y posiblemente apliquen políticas monetarias más restrictivas para mantener la inflación baja, quizás a expensas de una mayor variación del producto. En otras palabras, puede haber menor inflación, pero también más recesiones y recuperaciones.

En segundo lugar, si la política monetaria es menos eficaz en una sociedad que envejece, para generar el mismo impacto en la inflación o el desempleo que en una sociedad más joven, los bancos centrales tendrán que inducir un cambio mayor en la tasa de interés que utilizan para transmitir su política. Esto sugiere que un cambio de 25 puntos básicos, que era la norma en décadas anteriores, puede no ser suficiente. En las sociedades que envejecen las políticas monetarias deberán ser más activas, y las fluctuaciones de las tasas de interés deberán ser mayores, para ser más eficaces.

En tercer lugar, a medida que la política monetaria pierde eficacia, otras políticas, como la política de impuestos y gastos, cobrarán mayor relevancia para estabilizar la economía y el sistema financiero. Las denominadas políticas macroprudenciales también pueden contribuir a la eficacia de la política monetaria (véase “Proteger el todo”, en la edición de marzo de 2012 de *F&D*). Las políticas macroprudenciales utilizan instrumentos de regulación financiera prudencial, a fin de hacer frente a las preocupaciones en torno a la situación general de la economía. Por ejemplo, si la transmisión de la política monetaria parece estar atascada, una manera de estimular (o desincentivar) la concesión de préstamos es modificar estos coeficientes prudenciales, sin comprometer la estabilidad financiera (Haldane, 2011).

La investigación presentada aquí se centra en las economías avanzadas, que fueron las primeras en iniciar esta transición demográfica. Aunque las economías de mercados emergentes y de bajo ingreso también están envejeciendo gradualmente, es probable que allí el impacto de la política monetaria sea diferente, porque la riqueza no se concentra tanto en las generaciones mayores, y es probable que la sociedad en general siga siendo más sensible a las fluctuaciones de las tasas de interés. ■

*Patrick Imam es Economista Principal en el Departamento de Mercados Monetarios y de Capital del FMI.*

---

*Este artículo se basa en el documento de trabajo No. 13/191 publicado por el autor en 2013, “Shock from Graying: Is the Demographic Shift Weakening Monetary Policy Effectiveness?”.*

#### Referencias:

Blanchflower, David y Conall MacCoille, 2009, “The Formation of Inflation Expectations: An Empirical Analysis for the UK”, NBER Working Paper No. 15388 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

Boivin, Jean, Michael Kiley y Frederic Mishkin, 2010, “How Has the Monetary Transmission Mechanism Evolved Over Time?”, NBER Working Paper No. 15879 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

Fondo Monetario Internacional (FMI), 2013, “El perro que no ladró: ¿Ha sido amorizada la inflación o estaba simplemente dormida?”, *Perspectivas de la economía mundial* (Washington, abril), capítulo 3, págs. 1–17.

Haldane, Andrew, 2011, “Risk Off”, discurso pronunciado el 18 de agosto en el Banco de Inglaterra. [www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2011/speech513.pdf](http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2011/speech513.pdf)