



FINANZAS Y DESARROLLO

MARZO DE 2023

**Momento de
cambio** Pág. 18

**Influir en las
expectativas** Pág. 35

**En la trinchera
contra la inflación** Pág. 50

Nuevos rumbos para la política monetaria



Índice



Los economistas ahora deben sopesar las enseñanzas que ofrece esta era para la política monetaria.

NUEVOS RUMBOS PARA LA POLÍTICA MONETARIA

4 Repensar la política monetaria para un mundo en transformación

Tras décadas de calma, la inflación está de regreso; y para combatirla, los bancos centrales deben modificar su enfoque

Markus K. Brunnermeier

10 Menos es más

Los bancos centrales más enfocados en su mandato y menos intervencionistas obtendrían mejores resultados

Raghuram Rajan

15 Crisis y política monetaria

La pandemia y la guerra han planteado nuevos desafíos que los bancos centrales del mundo tendrán que afrontar en los próximos años

Gita Gopinath

18 Momento de cambio

Es el momento de replantear las bases y el marco de la política monetaria

Masaaki Shirakawa

21 Cómo no vimos venir la reciente escalada de la inflación

La notable recuperación de la demanda y el cambio en la dinámica de los mercados de bienes y de trabajo tuvieron parte en el error de cálculo

Christoffer Koch y Diaa Noureldin

24 La esencia misma del modelo de la política monetaria moderna

Los nuevos modelos económicos permiten a las autoridades entender mejor los efectos de las medidas adoptadas para controlar la inflación

Greg Kaplan, Benjamin Moll y Giovanni L. Violante

28 Diversidad de opiniones sobre política monetaria

Los comités de política monetaria tienen que reformarse para evitar la endogamia intelectual y garantizar un proceso sólido de toma de decisiones

David G. Blanchflower y Andrew T. Levin

32 Una colaboración nada convencional

A veces, las autoridades fiscales y monetarias tienen que saltarse las normas y actuar unidas

Giancarlo Corsetti

35 Influir en las expectativas

Las encuestas muestran que las expectativas de inflación de los hogares son menos estables de lo que se pensaba

Michael Weber

44 Perspectivas de los mercados emergentes

Varios gobernadores de bancos centrales analizan la intervención cambiaria, los sistemas de metas de inflación y cómo afrontar la alta inflación

Lesetja Kganyago, Sukudhew Singh y Leonardo Villar



TAMBIÉN EN ESTE NÚMERO

54 Oro, plata y estabilidad monetaria

Un episodio casi olvidado del siglo XIX demuestra que la cooperación internacional es esencial para la estabilidad del sistema monetario mundial

Johannes Wiegand

58 Datos por la gente y para la gente

India fomenta la innovación con una gobernanza de los datos que equilibra la intervención estatal con el liberalismo económico

Siddharth Tiwari, Frank Packer y Rahul Matthan

64 En defensa de la globalización

La historia indica que para atajar la inflación hay que fomentar el comercio internacional, no lo contrario

Harold James



SECCIONES

38 Gente del mundo de la economía

Revolucionario de la banca central

Prakash Loungani retrata a **Lars E.O. Svensson**, líder de la revolución de las metas de inflación

42 En las trincheras

Sumarse al debate

Karnit Flug subraya la importancia de la rendición de cuentas y la transparencia en la banca central

50 Charla de café sobre economía

En la trinchera contra la inflación

Philip R. Lane, del BCE, analiza la importancia de lograr que la inflación en la zona del euro retorne al nivel fijado como meta

52 Bajo la lupa

Interacción de fuerzas

Varias tendencias económicas de ritmo lento incidirán en la política monetaria a largo plazo

62 Vuelta a lo esencial

Predecir los precios

Las expectativas inflacionarias de hoy probablemente serán la realidad de la inflación del mañana

Francesco Grigoli

67 Críticas de libros

A Monetary and Fiscal History of the United States, 1961–2021, Alan S. Blinder

The Price of Time: The Real Story of Interest, Edward Chancellor

Towards Market Economies: The IMF and the Economic Transition in Russia and Other Former Soviet Countries, John Odling-Smee





Nuevas preocupaciones para los bancos centrales

“EL TRABAJO DEL banco central es preocuparse”. Así es como Alice Rivlin, Vicepresidenta de la Junta de la Reserva Federal en la década de 1990, describió el trabajo de las autoridades monetarias. En aquella época, los bancos centrales tenían una preocupación principal: mantener la inflación a raya.

En la actualidad, la inflación es una de las varias preocupaciones a las que se enfrentan los bancos centrales. Los rápidos cambios en el trasfondo económico dejan menos margen de maniobra para la política, mientras que las fuerzas estructurales —desde la fragmentación geopolítica al cambio climático, el envejecimiento de la población y la aparición del dinero electrónico— han complicado enormemente los retos subyacentes en materia de políticas. Los mandatos de los bancos centrales, e incluso su independencia, soportan cada vez más presiones políticas. Estas nuevas fuerzas, entre otras, plantean cuestiones en torno a la forma en que la política monetaria quizá deba cambiar en el futuro.

En este número, diversos colaboradores destacados plantean ideas sobre cómo pueden los bancos centrales enfrentarse a un mundo cada vez más complejo.

Gita Gopinath, del FMI, explica que los economistas necesitan herramientas mejores, después de que los modelos existentes no vieran venir la reciente escalada de la inflación. Markus Brunnermeier argumenta que, en un mundo pospandémico con inflación más alta, menor crecimiento y más deuda, los bancos centrales están aplicando todavía políticas concebidas para épocas de inflación moderada, bajas tasas de interés y crecimiento sólido.

Así pues, ¿cómo deben cambiar los marcos y los mandatos de los bancos centrales? Menos es más, afirma Raghuram Rajan, quien explica la razón por la que los bancos centrales deben volver a centrarse en su función principal, la estabilidad de precios, y respetar, al mismo tiempo, la estabilidad financiera. Para Giancarlo Corsetti, las circunstancias excepcionales, como la pandemia, pueden exigir que las autoridades fiscales y monetarias colaboren, aunque solo de forma temporal y nunca a costa de su independencia.

David G. Blanchflower y Andrew T. Levin sugieren maneras en que los bancos centrales pueden evitar la tentación de caer en una endogamia intelectual, que puede amenazar su credibilidad. Greg Kaplan y sus coautores muestran que los nuevos modelos económicos pueden ayudarnos a entender la influencia de la política monetaria sobre la distribución del ingreso y de la riqueza. Y Michael Weber describe cómo mejorar las comunicaciones de la política monetaria puede influir en las expectativas.

Como disciplina, la Economía está evolucionando en un ámbito de gran incertidumbre, que exige reflexionar sobre los modelos, las costumbres y las hipótesis. Espero que este número contribuya a suscitar nuevos debates. **FD**

GITA BHATT, Directora Editorial



EN LA PORTADA

Al llegar al fin de la era de baja inflación y bajas tasas de interés, los bancos centrales acaparan la atención del mundo, que aguarda sus próximos movimientos. En la portada del número de marzo de 2023, el ilustrador Pete Reynolds representa a las principales instituciones monetarias del mundo inundadas de datos.



FINANZAS & DESARROLLO

Una publicación trimestral del
Fondo Monetario Internacional

DIRECTORA EDITORIAL:

Gita Bhatt

JEFA DE REDACCIÓN:

Maureen Burke

SUBJEFE DE REDACCIÓN:

Peter Walker

REDACTORES PRINCIPALES:

Analisa R. Bala
Marjorie Henriquez
Nicholas Owen

ASISTENTES DE REDACCIÓN:

Smita Aggarwal
Andrew Stanley

REDACTORA DIGITAL:

Kwabena Akuamoah-Boateng

RESPONSABLES DE DISEÑO Y PUBLICIDAD:

Rose Kouwenhoven
Marta Doroszczyk

REDACTORA EN LÍNEA:

Rekia Ennaboussi

JEFA DE PRODUCCIÓN:

Melinda Weir

CORRECTORA DE PRUEBAS:

Lucy Morales

ASESORES DE LA REDACCIÓN:

Ruchir Agarwal	Rupa Duttagupta
Bernardin Akitoby	Davide Furceri
Steven Barnett	Kenneth Kang
Helge Berger	Subir Lall
S. Pelin Berkman	Raphael Lam
Oya Celasun	Papa N'Diaye
Martin Čihák	Mahvash Qureshi
Era Dabla-Norris	Uma Ramakrishnan
Mame Astou Diouf	Daria Zakharova

EDICIÓN EN ESPAÑOL:

Servicios Lingüísticos del FMI

COORDINADA POR:

Vanesa Demko
Virginia Masoller

© 2023 by the International Monetary Fund. Todos los derechos reservados. Si desea reproducir cualquier contenido de F&D, sírvase enviar en línea una solicitud de autorización (www.imf.org/external/terms.htm) o envíe su solicitud por correo electrónico a copyright@imf.org. Los permisos para reproducir artículos con fines comerciales también pueden tramitarse a través del Copyright Clearance Center (www.copyright.com) a cargo nominal.

Las opiniones expresadas en esta publicación son las de los autores indicados y no reflejan necesariamente la política del FMI.

Suscripciones, cambios de domicilio y consultas sobre publicidad:

IMF Publication Services

Finance & Development

PO Box 92780

Washington, DC 20090, EE.UU.

Teléfono: (202) 623-7430

Fax: (202) 623-7201

Correo electrónico: publications@imf.org

Postmaster: send changes of address to Finance & Development, International Monetary Fund, PO Box 92780, Washington, DC 20090, USA.

The English edition is printed at Dartmouth Printing Company, Hanover, NH.

Finance & Development is published quarterly by the International Monetary Fund, 700 19th Street NW, Washington, DC 20431, in English, Arabic, Chinese, French, Russian, and Spanish. English edition ISSN 0145-1707



**FONDO MONETARIO
INTERNACIONAL**

FSC FPO



La biblioteca electrónica del FMI ha sido actualizada para mejorar el acceso al contenido y simplificar la investigación.

Con más de 23.000 publicaciones del FMI, conjuntos de datos estadísticos y otros recursos, la biblioteca electrónica es el punto de partida de sus investigaciones.

Todo el contenido sigue siendo gratis, para que los valiosos estudios, datos y análisis del FMI estén al alcance de todos.



**La economía mundial
al alcance de su mano**



PUBLICATIONS

REPENSAR, LA POLÍTICA PARA UN MUNDO

The background of the cover is a stylized illustration. It features a classical building with a pediment and columns in the foreground, with a statue of an eagle on top. Behind it are modern skyscrapers. A jagged line graph, similar to a stock market chart, is overlaid on the scene. The color palette is dominated by deep purples, reds, and oranges.

Tras décadas de calma, la inflación está de regreso; y para combatirla, los bancos centrales deben modificar su enfoque

Markus K. Brunnermeier

MONETARIA EN TRANSFORMACIÓN



ARTE: PETER REYNOLDS



En economía, la teoría monetaria no tiene un solo modelo unificado, sino varias escuelas de pensamiento. Cada una de estas escuelas pone el énfasis en diferentes factores determinantes de la inflación y recomienda una respuesta distinta. Los desafíos han variado según el momento y cada uno ha requerido un enfoque propio.

Hoy día, el resurgimiento de la inflación exige volver a cambiar el énfasis de la política monetaria. El marco intelectual que ha predominado en la política de los bancos centrales desde la crisis financiera mundial iniciada en 2008 no hace hincapié en los problemas más acuciantes e inminentes ni mitiga las consecuencias graves que podrían acarrear en este nuevo clima.

Tras un prolongado período de tasas de interés y de inflación bajas, la economía mundial se adentra en una fase de alta inflación y niveles elevados de deuda pública y privada. Hace quince años, los bancos centrales entendieron que sus modelos económicos tradicionales debían tener en cuenta la preocupación por la estabilidad financiera y la deflación y diseñaron herramientas no convencionales para darle respuesta.

Si bien la estabilidad financiera sigue siendo una preocupación, hay grandes diferencias entre el entorno actual y el que siguió a la crisis financiera mundial:

- Hoy día la deuda pública es alta, de modo que cualquier aumento de las tasas para frenar las amenazas de inflación encarece el servicio de la deuda, lo que acarrea consecuencias fiscales negativas inmediatas y de gran magnitud para el gobierno. Desde el inicio de la crisis de COVID-19 a principios de 2020, tampoco quedan dudas de que la política fiscal puede ser un catalizador importante de la inflación.
- La mayoría de los países enfrentan un contexto de inflación excesiva, en lugar de presiones deflacionarias. Eso significa que existe ahora una disyuntiva evidente entre una política monetaria que trata de reducir la demanda agregada subiendo las tasas y una que pretende garantizar la estabilidad financiera.
- La naturaleza y la frecuencia de los shocks han cambiado. Históricamente, los shocks obedecían principalmente a aumentos o disminuciones de la demanda, con la gran excepción de los shocks de oferta durante la estanflación de los años setenta. Hoy día, hay muchos shocks: de demanda u oferta, de riesgos específicos o sistémicos, transitorios o permanentes. No es fácil determinar la verdadera naturaleza de estos shocks con tiempo suficiente para responder. Los bancos centrales deben tener una actitud más humilde.

La política monetaria exige un enfoque modificado capaz de enfrentar con robustez los cambios súbitos e inesperados del escenario macroeconómico. Las políticas que son eficaces en un contexto macroeconómico pueden tener consecuencias imprevistas cuando las condiciones cambian de forma repentina. En este artículo analizamos los principales desafíos que enfrentan los bancos centrales, qué teorías monetarias serán protagonistas y de qué modo los bancos centrales pueden evitar la complacencia y prepararse para lo que viene.

Interacción entre las políticas monetaria y fiscal

Los bancos centrales parecen actuar como directores de las economías modernas, fijando tasas de interés para estabilizar la inflación y, con frecuencia, alcanzando también el pleno empleo (en economías desarrolladas). Un pilar fundamental de este enfoque, que puede llamarse dominancia monetaria, es *la independencia del banco central*. Un banco central tiene independencia *de jure* si legalmente es la autoridad máxima que fija las tasas sin interferencia del gobierno. Sin embargo, también es importante la independencia de hecho: al fijar las tasas, al banco central no debe preocuparle si esto aumenta el endeudamiento del gobierno o el riesgo de incumplimiento. De hecho, a medida que el banco central sube las tasas de interés y el gobierno debe pagar un costo más alto por la deuda, se espera que las autoridades recorten el gasto para así enfriar la economía y reducir la presión inflacionaria. La capacidad de los bancos centrales para fijar la política monetaria y controlar la economía en períodos de mayor tensión depende de su independencia.

Las tasas de interés bajas y los niveles de deuda pública menos extremos que prevalecieron tras la crisis financiera mundial permitieron que los bancos centrales ignoraran las interacciones, en ese momento poco trascendentales, entre la política monetaria y la fiscal. El período posterior a la crisis de 2008 se caracterizó por la *dominancia monetaria*, es decir, los bancos centrales podían fijar libremente las tasas y perseguir sus objetivos con independencia de la política fiscal. Los bancos centrales sostenían que el problema principal no eran los precios en aumento, sino la posibilidad de que una demanda débil generara una deflación importante. Por ello, se centraron esencialmente en herramientas de política no convencionales para inyectar estímulo adicional. Asimismo, se animaron a aplicar políticas que satisficieran la necesidad de más estímulo y, al mismo tiempo, lograban objetivos sociales, como acelerar la transición verde o promover la inclusión económica.

Durante la crisis de COVID-19, las circunstancias cambiaron radicalmente. El gasto público subió considerablemente en la mayoría de las economías desarrolladas.

En Estados Unidos, el gobierno federal proporcionó apoyo masivo y muy concentrado a través de “cheques de estímulo” enviados directamente a los hogares. Los países europeos en un comienzo implementaron programas un poco más modestos (centrados principalmente en impedir el despido de trabajadores) y programas de gasto para asistir en la transición a una economía verde y digital. La expansión fiscal parece haber sido el catalizador principal de la inflación en Estados Unidos, aunque también ha generado inflación en Europa. Pero a medida que el gasto fue aumentando, los países se vieron afectados por shocks de oferta de una magnitud sin precedentes, provocados en gran medida por problemas asociados con la pandemia, como la interrupción de las cadenas de suministro, lo que intensificó las presiones inflacionarias.

La pandemia dejó en claro que la política monetaria no siempre basta para controlar la inflación. La política fiscal también tiene incidencia. Más aún, la consiguiente acumulación de deuda pública planteó la posibilidad de una *dominancia fiscal*, en cuyo caso los déficits del sector público no obedecen a la política monetaria. Si bien los bajos niveles de deuda y la necesidad de estímulo permitieron que las autoridades monetarias y fiscales actuaran en paralelo tras la crisis financiera mundial, la posibilidad de una dominancia fiscal en la actualidad amenaza con enfrentarlas. Los bancos centrales quieren subir las tasas para controlar la inflación; los gobiernos, por su parte, detestan pagar más por concepto de intereses. Preferirían que los bancos centrales cooperaran monetizando su deuda, es decir, comprando los títulos públicos que los inversionistas del sector privado no quieren comprar.

Los bancos centrales pueden mantener su independencia solo si prometen no ceder a ningún deseo del gobierno de monetizar el exceso de deuda, lo que entonces obligaría a las autoridades a recortar el gasto o aumentar impuestos, o ambos, es decir a aplicar medidas de consolidación fiscal.

Una cuestión clave para la política es determinar quién gana: la dominancia fiscal o la monetaria. Las garantías jurídicas de independencia del banco central no son suficientes en sí mismas para garantizar la dominancia monetaria: los poderes legislativos pueden amenazar con cambiar las leyes y pueden ignorarse los tratados internacionales, lo que podría impedir que la autoridad monetaria aplicara su política de preferencia. Para promover la dominancia monetaria, el banco central debe

mantener buenos niveles de capitalización: si requiere recapitalizaciones frecuentes del gobierno, el banco central da una imagen de debilidad y corre el riesgo de perder el apoyo público. Los bancos centrales con balances abultados que incluyen muchos activos de riesgo y pagan intereses por las reservas a los bancos del sector privado pueden registrar grandes pérdidas cuando aumentan las tasas de interés. Esas pérdidas podrían generar mayor presión de las autoridades fiscales para que se abstengan de subir las tasas.


Sobre todo, el banco central debe mantener a la opinión pública de su lado, porque el público es quien le da

EL BANCO CENTRAL DEBE MANTENER A LA OPINIÓN PÚBLICA DE SU LADO, PORQUE EL PÚBLICO ES QUIEN LE DA LEGITIMIDAD E INDEPENDENCIA.

legitimidad e independencia. Eso significa que el banco central debe comunicar con eficacia los fundamentos de sus medidas para mantener el apoyo del público, en especial al enfrentar una inflación de origen fiscal. En definitiva, un banco central mantiene su dominancia si es capaz de prometer de manera creíble que no habrá de rescatar al gobierno monetizando la deuda pública si se produce una suspensión de pagos.

La amenaza de la dominancia financiera

Los bancos centrales enfrentan nuevos desafíos en la interacción entre la estabilidad monetaria y la financiera. Actualmente operan en un entorno en el que la deuda privada es elevada, las primas de riesgo de los activos financieros son muy bajas, las señales de precios están distorsionadas y el sector privado depende excesivamente de la liquidez que proporciona el banco central en una crisis. La diferencia fundamental entre el período posterior a la crisis de 2008 y la situación actual es que la inflación



es muy alta. Hace quince años, los dos objetivos de los bancos centrales —estimular la actividad económica y la estabilidad financiera mediante políticas no convencionales— coincidían. Hoy día, hay claras disyuntivas entre el control de la inflación y la estabilidad financiera, pues los aumentos de tasas para combatir la inflación amenazan con desestabilizar los mercados financieros.

Tras la crisis mundial, los bancos centrales se enfrentaban a dos problemas —una demanda débil e inestabilidad financiera— y se comprometieron a hacer “lo que fuera necesario” para resolver ambos. Al agotarse la vía de estímulo convencional mediante las tasas de interés, recurrieron a programas de expansión cuantitativa no convencionales, mediante los cuales compraron grandes sumas de activos de riesgo del sector privado, con la esperanza de que esto ayudara a reducir los diferenciales de crédito y estimulara los préstamos y la economía real. Estos programas también permitieron que los bancos centrales asumieran una nueva e importante función como

SIEMPRE HAY DISYUNTIVAS ENTRE LOS OBJETIVOS DE ESTABILIDAD DE PRECIOS Y DE ESTABILIDAD FINANCIERA, AUN CUANDO ESA TENSION SOLO RESULTE MANIFIESTA A LARGO PLAZO.

creadores de mercado de última instancia, comprando títulos valores cuando nadie lo hacía.

Las grandes compras de activos del sector privado inflaron los balances de los bancos centrales y esa expansión no se desarticuló al concluir la crisis, porque las autoridades monetarias temían que hacerlo demasiado rápido dañaría a la economía. La decisión de mantener balances abultados provocó una acumulación de deuda del sector privado, diferenciales de crédito muy bajos, señales de precios distorsionadas y precios elevados de las viviendas como consecuencia de un aumento de los préstamos hipotecarios. El sector privado pasó a depender de la liquidez de los bancos centrales y se acostumbró a un entorno de tasas de interés bajas. De hecho, los mercados financieros han llegado al punto de esperar que los bancos centrales siempre intervengan cuando los precios

de los activos se deprecian demasiado. Debido a que el sector privado depende sobremanera del banco central, el efecto contractivo de reducir los balances de la autoridad monetaria puede ser mucho más visible que el estímulo de la expansión cuantitativa. Aún no queda claro qué problemas pueden afectar al sector financiero cuando ocurre un cambio abrupto en el entorno de la política monetaria, pero las pérdidas potenciales que enfrentaron los fondos de pensión en el Reino Unido en 2022 constituyen una dura advertencia. Esos fondos utilizaron técnicas que, al desarticularse, podían llegar a provocar graves distorsiones en las tasas de interés a largo plazo y desatar una crisis mayor. El Banco de Inglaterra debió intervenir para comprar bonos británicos e impedir una crisis después de que las tasas a largo plazo se dispararan.

Hoy día, en un entorno que obliga a los bancos centrales a subir las tasas para combatir la inflación, sus objetivos de estabilidad de precios y estabilidad financiera entran en conflicto. La dependencia que tiene el sector privado, especialmente los mercados de capital, de la liquidez de los bancos centrales ha provocado una situación de *dominancia financiera*, en la cual la preocupación por la estabilidad financiera limita el accionar de la política monetaria. En este contexto, el endurecimiento monetario podría causar estragos en el sector financiero y, además, aumentar la vulnerabilidad de la economía incluso a perturbaciones menores. La magnitud de la dominancia financiera depende de que los bancos privados tengan capitalización suficiente para tolerar las pérdidas y de la agilidad de los procesos concursales en el sector privado. Una ley de insolvencia eficiente aislaría al sistema de los efectos indirectos de la quiebra de una institución y sería poco probable que el banco central se sintiera obligado a rescatarla. Estos problemas dificultan la tarea de los bancos centrales de reducir la inflación sin provocar una recesión y, en cierta medida, socavan su independencia de hecho.

Por ello, es preciso repensar la interacción de la política monetaria con la estabilidad financiera. Resulta esencial que los bancos centrales restablezcan las señales de precios de forma ordenada en los mercados del sector privado en los que han intervenido excesivamente. Asimismo, deben reconocer que siempre se plantean disyuntivas entre sus objetivos de estabilidad de precios y de estabilidad financiera, aun cuando esa tensión solo resulte manifiesta a largo plazo. La acumulación de activos en los balances de bancos centrales provoca distorsiones financieras y limita su margen de acción en el futuro. Los bancos centrales deben anticipar esta tensión y aplicar una mayor vigilancia macroprudencial, es decir, regular no solo con la mirada puesta en la solvencia de cada institución, como ha sido históricamente el objetivo de la regulación financiera, sino

con miras a garantizar la solvencia del sistema financiero en su conjunto. Esta regulación macroprudencial mejorada debe poner especial énfasis en vigilar los repartos de dividendos y la acumulación de exposición al riesgo en los mercados de capital no bancarios. Por último, los bancos centrales deben reconsiderar sus funciones como prestamistas y creadores de mercado de última instancia y garantizar que cualquier intervención que realicen tenga carácter temporario. Los bancos centrales deben enfocarse en *comunicar* un marco normativo que mejore las condiciones de liquidez sin conducir a compras de activos con carácter permanente.

Expectativas y metas de inflación

Hoy día, una ola de shocks de oferta y de otra naturaleza están generando más inflación y amenazan con disociar las expectativas de inflación de la meta de inflación, o ancla, fijada por el banco central. Tras la denominada Gran Moderación de las décadas de 1980 y 1990 —durante las cuales la inflación y el crecimiento económico fueron favorables— las expectativas de inflación se mantuvieron estables en las economías desarrolladas. Después de la crisis financiera mundial, se temía a una caída general de los precios (deflación). Pero la rápida inflación que siguió a la pandemia de COVID-19 dejó en claro que los bancos centrales ya no debían seguir preocupándose por la deflación; la posibilidad de que la inflación supere las metas de los bancos centrales a mediano plazo vuelve a ser una preocupación.

Los bancos centrales sobreaprendieron las lecciones que dejó la crisis de 2008, lo que los llevó a abandonar el enfoque tradicional de expectativas de inflación. Este giro intelectual fue, en gran parte, responsable del diagnóstico equivocado que se hizo inicialmente de la amenaza de inflación durante la pandemia. Los bancos centrales dieron por hecho que se había logrado domar a la inflación desde los años ochenta, lo que los llevó a suponer que las expectativas de inflación se mantendrían ancladas. Conforme a ese supuesto, los bancos centrales creyeron que era posible sobrecalentar la economía, es decir, permitir que bajara el desempleo por debajo de la tasa natural (o no inflacionaria), sin incurrir en mucho riesgo. También pensaron que comprometerse con políticas a largo plazo era seguro (tales como, la orientación prospectiva de que mantendrían las tasas bajas durante largo tiempo), porque esos compromisos no parecían tener consecuencias inflacionarias importantes a largo plazo. Pero esos compromisos pueden dañar las expectativas si los bancos centrales no pueden cumplirlos en el futuro. Más aún, el temor a la *deflación* llevó a los bancos centrales a aplicar su política monetaria en función de datos, lo que

demoró intencionalmente cualquier medida de endurecimiento. Para garantizar que el producto económico no se viera recortado antes de tiempo, los bancos centrales no subieron las tasas cuando esperaban una inflación futura más alta (pues, cabía esperar que una tasa de desempleo por debajo del nivel natural provocaría un recalentamiento de la economía). En cambio, esperaron a que la inflación se materializara para tomar medidas.

Los bancos centrales también adoptaron un enfoque complaciente respecto a los shocks de oferta. Los modelos económicos habitualmente empleados por los bancos centrales a menudo llevan implícito que la política monetaria no debe neutralizar totalmente la inflación que provocan los shocks de oferta pues esa inflación es temporaria (y culmina cuando aumenta la oferta) y que la política de tasas de interés tiene por objetivo controlar la demanda agregada. En cambio, el argumento tradicional es que el banco central debe sopesar los beneficios de enfriar la inflación temporalmente con los costos de socavar el crecimiento económico. Ahora bien, si no se reacciona a los shocks de oferta tomando medidas para reducir la demanda, es posible que se desestabilice la meta de inflación y el banco central no pueda lograr sus objetivos en el futuro. Resulta paradójico que la guerra en Ucrania fortaleció esa meta porque dio a los bancos centrales elementos para explicar el fuerte aumento inflacionario.

El marco intelectual adoptado por los bancos centrales tras la crisis de 2008 aún no parece haber cambiado la meta de las expectativas de inflación. Pero cruzarse de brazos hasta que este “desanclaje” comience a modificar ese marco conllevaría un alto costo. De los datos recientes sobre expectativas de inflación ya surgen señales de alerta. La pérdida del ancla de inflación, con la consiguiente incertidumbre para el consumidor y las empresas, afectaría tanto a la demanda como a la oferta agregadas. Eso acarrearía importantes consecuencias para los bancos centrales —en su capacidad para controlar la inflación— y para la actividad económica, porque los consumidores y las empresas dudarían de comprar e invertir.

Para resolver estos problemas, los bancos centrales deben volver a un enfoque monetario en el que estabilizar las expectativas de inflación sea la máxima prioridad. La política de endurecimiento monetario no puede esperar a que haya inflación. Antes bien, los bancos centrales deben actuar ante las señales de alerta e incorporar las expectativas de inflación futura de los hogares y de los mercados financieros, ya que estas configuran las condiciones de la demanda agregada y los precios de los activos. **FD**

MARKUS K. BRUNNERMEIER es profesor de Economía en la cátedra Edward S. Sanford, de la Universidad de Princeton.



MENOS ES MÁS

Los bancos centrales más enfocados en su mandato y menos intervencionistas obtendrían mejores resultados

Raghuram Rajan

En los países industrializados, la valoración de los bancos centrales entre el público ha caído enormemente. No hace mucho eran héroes, cuando apoyaban el anémico crecimiento con políticas monetarias no convencionales, fomentaban la contratación de minorías al permitir un cierto calentamiento del mercado laboral e incluso intentaban frenar el cambio climático, al tiempo que reprendían por no hacer más a los órganos legislativos paralizados. Ahora se les acusa de hacer mal su tarea más básica: mantener la inflación baja y estable. Los políticos, que huelen la sangre y desconfían de un poder no electo, quieren volver a revisar los mandatos de los bancos centrales.

¿Los bancos centrales se equivocaron en todo? Si es así, ¿qué deberían hacer?

Argumentos a favor de los bancos centrales

Empezaré con las razones por las que hay que dar un respiro a los bancos centrales. A posteriori, por supuesto, todo se ve claro. La pandemia fue inaudita, y sus consecuencias para la economía globalizada fueron muy difíciles de predecir. La respuesta fiscal, quizá mucho más generosa debido a que la polarización de los órganos legislativos no permitió llegar a un acuerdo sobre a quién excluir, no fue fácil de pronosticar. Pocos eran los que pensaban que Vladimir Putin iría a una guerra en febrero de 2022, lo que provocó nuevas interrupciones en las cadenas de suministro y el aumento vertiginoso de los precios de los alimentos y la energía.

No cabe duda de que los bancos centrales no reaccionaron con la rapidez necesaria a los crecientes signos de inflación. En parte, creían que todavía estaban en el régimen posterior a la crisis financiera de 2008, cuando cualquier aumento de precios, incluso del petróleo, apenas incidía en el nivel general de precios. En un intento de aumentar el nivel de inflación demasiado bajo, la Reserva Federal incluso modificó su marco durante la pandemia, con el anuncio de que sería menos reactiva a la inflación anticipada y mantendría políticas más acomodaticias durante más tiempo. Este marco fue adecuado para una época de demanda e inflación estructuralmente bajas; sin embargo, fue el peor al que aferrarse justo cuando la inflación estaba a punto de despegar y cada incremento de precios avivaba uno nuevo. Pero ¿quién sabía que los tiempos estaban cambiando?

Aun con una capacidad de previsión perfecta, los bancos centrales —que en realidad no están mejor informados que los actores competentes del mercado— podrían naturalmente haberse quedado por detrás de la curva de inflación. Para enfriar la inflación, los bancos centrales desaceleran el crecimiento económico. Sus políticas deben percibirse como razonables, si no, pierden su independencia. En un contexto en que los gobiernos habían dedicado billones a respaldar sus economías, el empleo se acababa de recuperar desde niveles muy bajos y la inflación apenas se había notado en más de una década, solo un banco central imprudente habría elevado las tasas e interrumpido el crecimiento cuando el público aún no veía la inflación como un peligro. En otras palabras, los aumentos preventivos de las tasas que habrían desacelerado el crecimiento, no habrían contado con legitimidad pública,

sobre todo si hubieran conseguido que la inflación no aumentara, y aún más, si hubieran deflactado los altos precios de los activos financieros que daban al público cierta sensación de bienestar. Para poder adoptar medidas decididas contra la inflación, los bancos centrales necesitaban que el público viera que estaba aumentando.

En resumen, los bancos centrales tenían las manos atadas por distintos motivos: por la historia reciente y sus creencias, por los marcos que habían adoptado para combatir la baja inflación y por la política de ese momento; además, cada uno de estos factores incidía en los demás.

Argumentos en contra

Aun así, dejar el análisis a posteriori en este punto es, probablemente, demasiado generoso con los bancos centrales. Después de todo, sus acciones pasadas redujeron su margen de maniobra, y no solo por las razones que acabamos de explicar. Pensemos en la aparición de la dominancia fiscal (por la que el banco central actúa para acomodar el gasto fiscal público) y la dominancia financiera (por la

Aunque los bancos centrales pueden afirmar que se vieron sorprendidos por los recientes acontecimientos, también limitaron su propio margen de maniobra para la aplicación de políticas.

que el banco central acepta los imperativos del mercado). Claramente, ambos se relacionan con las acciones de los bancos centrales en los últimos años.

Los largos períodos de bajas tasas de interés y elevado nivel de liquidez dan pie a un incremento de los precios de los activos y del apalancamiento asociado. Y tanto el gobierno como el sector privado impulsaron el apalancamiento. Desde luego, la pandemia y la guerra de Putin aumentaron el gasto público, pero también lo hicieron las tasas de interés ultrabajas a largo plazo y un mercado de bonos anestesiado por las medidas de los bancos centrales, como la expansión cuantitativa. Lo cierto es que había argumentos para financiar el gasto público focalizado con emisión de deuda a largo plazo. Sin embargo, los economistas prudentes que argumentaban a favor del gasto no insistieron lo suficiente en las salvedades de sus recomendaciones, y la grieta política se encargó de que el único gasto que pudo legislarse llegara a todos. Los políticos, como siempre, se valieron de teorías poco

sólidas, pero convenientes (pensemos en la teoría monetaria moderna), que les daban licencia para gastar con desenfreno.

Los bancos centrales agravaron el problema al comprar deuda pública financiada con reservas a un día, lo que redujo los vencimientos del financiamiento de los balances consolidados del gobierno y del banco central. Esto significa que, a medida que aumentan las tasas de interés, las finanzas públicas —en especial, en países con crecimiento lento y un nivel de deuda importante— tendrán cada vez más problemas. Las consideraciones fiscales ya influyen en las políticas de algunos bancos centrales; por ejemplo, al Banco Central Europeo le preocupa el efecto de sus medidas de política monetaria en la “fragmentación”, es decir, que la rentabilidad financiera de la deuda de los países más débiles en términos fiscales se esfume frente a los rendimientos de los países más fuertes. Aun cuando los bancos centrales no hubieran anticipado los shocks, quizás deberían, al menos, haber detectado el cambio en el clima político que facilitó el gasto desenfrenado en respuesta a los shocks. Es posible que entonces hubieran actuado con más cautela a la hora de reprimir las tasas a largo plazo y defender las bajas tasas de política monetaria durante largos períodos.

El sector privado también recurrió al apalancamiento, tanto a nivel de los hogares (pensemos en Australia, Canadá y Suecia) como a nivel de las empresas. Pero existe otra preocupación nueva y en gran parte ignorada: la dependencia de la liquidez. Mientras que la Fed inyectaba reservas durante la expansión cuantitativa, los bancos comerciales financiaban en gran medida las reservas con depósitos a la vista procedentes del mercado interbancario, lo que efectivamente redujo el vencimiento de sus pasivos. Además, con el fin de generar retribuciones para el gran volumen de reservas de baja rentabilidad en sus balances, hicieron todo tipo de promesas de liquidez al sector privado (líneas de crédito comprometidas, margen de garantía para posiciones especulativas, etc.).

El problema es que cuando el banco central reduce su balance, es difícil para los bancos comerciales desplegar estas promesas con rapidez. El sector privado depende mucho más del banco central para contar con liquidez continua. Lo pudimos ver por primera vez en el Reino Unido, en octubre de 2022, con la tormenta política sobre las pensiones, que se calmó cuando el banco central intervino y el gobierno dio marcha atrás en sus extravagantes planes de gasto. No obstante, el episodio sugirió que un sector privado dependiente de la liquidez podría incidir en los planes del banco central de reducir su balance para contraer la política monetaria acomodaticia.

Y, por último, los altos precios de los activos invocan el fantasma de la acción asimétrica del banco central, en la que este aplica con rapidez una política acomodaticia en cuanto la actividad se ralentiza o los precios de los activos caen, pero es más reticente a aumentar las tasas cuando los precios de los activos aumentan, arrastrando con ellos

la actividad. En efecto, en un discurso en la conferencia Jackson Hole de 2022 del Banco de la Reserva Federal de Kansas City, Alan Greenspan dijo que, si bien la Fed no podía detectar o evitar los auges de precios de los activos, “sí podría mitigar sus secuelas cuando se produjeran y, con suerte, facilitar la transición hacia la próxima expansión”, convirtiendo a la asimetría en un canon de la política de la Reserva Federal.

Los altos precios de los activos, el elevado nivel de apalancamiento privado y la dependencia de la liquidez sugieren que el banco central estaría encarando la dominancia financiera (es decir, que la política monetaria responde a la evolución financiera del sector privado, y no a la inflación). Con independencia de si la Reserva Federal quiere ser dominada, el hecho de que el sector privado esté pronosticando que se verá obligada a recortar las tasas de política monetaria con rapidez ha dificultado su labor de retirar la política monetaria acomodaticia. Durante más tiempo, tendrá que ser más dura de lo deseado si el sector privado no tuviera estas expectativas. Esto significa que las consecuencias para la actividad mundial serán peores. Y también que, cuando los precios de los activos alcancen su nuevo equilibrio, los hogares, los fondos de pensiones y las compañías de seguros habrán sufrido pérdidas importantes, y estos no suelen ser los que se beneficiaron del aumento. Los fondos de pensiones públicos, la gente poco entendida y las personas relativamente pobres se quedan a la cola del auge de precios de los activos, con consecuencias distributivas problemáticas de las que el banco central es en parte responsable.

Un ámbito en el que la política de los bancos centrales de los países con moneda de reserva tiene consecuencias, si bien asumen poca responsabilidad, son los efectos de derrame externos de sus políticas. Es evidente que las políticas de los principales países con moneda de reserva afectan a la periferia a través de los flujos de capital y las variaciones de los tipos de cambio. El banco central de la periferia debe reaccionar sin importar si sus medidas de política son adecuadas para las condiciones internas; caso contrario, el país de la periferia sufre consecuencias a largo plazo, como auges del precio de los activos, endeudamiento excesivo y, al final, situaciones críticas causadas por el sobreendeudamiento. Volveré sobre esta cuestión en la conclusión.

Así pues, en resumen, aunque los bancos centrales pueden afirmar que se vieron sorprendidos por los recientes acontecimientos, también limitaron su propio margen de maniobra para la aplicación de políticas. Con sus políticas asimétricas y no convencionales, destinadas ostensiblemente a evitar que la tasa de política monetaria se acercara a su límite inferior, han generado varios desequilibrios que dificultan no solo la lucha contra la inflación, sino también el abandono de la combinación predominante de medidas de política, aun cuando el régimen de inflación haya pasado a ser un régimen de inflación sustancialmente más elevada. Los

bancos centrales no son los espectadores inocentes por los que a veces se hacen pasar.

Expansión de su misión

Entonces, ¿qué sucede ahora? Los bancos centrales conocen bien la batalla contra la inflación alta y disponen de las herramientas para combatirla. Deberían tener libertad para hacer su trabajo.

No obstante, cuando los bancos centrales consigan disminuir la inflación, probablemente volvamos a un mundo con crecimiento bajo. Es difícil dilucidar qué podría contrarrestar los factores adversos del envejecimiento de la población, la desaceleración de China y un mundo lleno de desconfianza que se está militarizando y desglobalizando. Ese mundo de crecimiento bajo y, posiblemente, inflación baja, es un mundo que los bancos centrales no llegan a entender del todo. Las herramientas que los bancos centrales utilizaron tras la crisis financiera, como la expansión cuantitativa, no fueron especialmente eficaces para fortalecer el crecimiento. Además, las medidas agresivas de los bancos centrales podrían precipitar una mayor dominancia fiscal y financiera.

Así pues, cuando todo vuelva a la normalidad, ¿cuáles deberían ser las atribuciones de los bancos centrales? Naturalmente, los bancos centrales no son instituciones responsables de luchar contra el cambio climático o fomentar la inclusión. No suelen tener estos mandatos. En lugar de atribuirse competencias en ámbitos políticamente espinosos, es mejor que reciban su mandato de los representantes electos del pueblo. Pero ¿es sensato darles atribuciones en estos ámbitos? En primer lugar, la eficacia de las herramientas de los bancos centrales es limitada en ámbitos como la lucha contra el cambio climático o la desigualdad. En segundo lugar, el tener nuevas responsabilidades, ¿podría influir en la eficacia de sus mandatos principales? Por ejemplo, ¿podría el nuevo marco de la Reserva Federal, que le exige prestar atención a la inclusión, haber frenado los incrementos de las tasas de interés, ya que las minorías desfavorecidas suelen ser, desafortunadamente, los últimos en ser contratados en épocas de expansión? Por último, ¿podrían estos nuevos mandatos exponer al banco central a nuevas presiones políticas y dar lugar a nuevas formas de aventurerismo de los bancos centrales? Todo esto no es para decir que los bancos centrales no deban preocuparse por las consecuencias del cambio climático o por la desigualdad en sus mandatos explícitos. Podrían incluso seguir las instrucciones expresas de los representantes electos en algunas cuestiones (por ejemplo, comprar bonos verdes en lugar de bonos marrones al intervenir en los mercados), aunque esto plantea el riesgo de microgestión externa. Sin embargo, la tarea de luchar directamente contra el cambio climático o la desigualdad está mejor en manos del gobierno que del banco central.

Debemos entonces preguntarnos por su mandato y marcos de estabilidad de precios. El análisis anterior sugiere que los

bancos centrales afrontan una contradicción fundamental. Hasta el momento, existía la impresión de que necesitaban un marco; por ejemplo, de adopción de metas de inflación, que les comprometiera a mantener la inflación dentro de una banda o alrededor de una meta. Sin embargo, como señala Agustín Carstens, Gerente General del Banco de Pagos Internacionales (BPI), un régimen de inflación baja puede ser muy diferente de un régimen de inflación alta. Según el régimen en el que se encuentren, podría ser necesario cambiar sus marcos. En un régimen de inflación baja, en el que la inflación se mantiene en niveles bajos, sin importar los shocks de precios, quizás tendrían que comprometerse a ser más tolerantes con la inflación en el futuro, a fin de aumentar la inflación en el presente. En otras palabras, como decía Paul Krugman, tienen que comprometerse a ser racionalmente irresponsables. Esto se traduce en la adopción de políticas y marcos que efectivamente les atan las manos, y en el compromiso de mantener una política acomodaticia durante un largo período. Sin embargo, como se señaló anteriormente, esto podría precipitar un cambio de régimen, por ejemplo, al relajar las limitaciones fiscales aparentes.

En cambio, en un régimen de inflación alta, en el que cada shock de precios provoca uno nuevo, los bancos centrales deben comprometerse firmemente a erradicar la inflación tan pronto como sea posible, en línea con el mantra que dice que “cuando miras la inflación a los ojos, ya es demasiado tarde”. Por lo tanto, el marco que induce el compromiso con la tolerancia de la inflación, necesario en el régimen de inflación baja, es incompatible con el que se necesita en el régimen de inflación alta. La cuestión es que los bancos centrales no pueden simplemente cambiar según el régimen, porque su compromiso se debilita. Tendrían que elegir un marco para todos los regímenes.


La elección del marco

De ser así, la balanza de riesgos sugiere que los bancos centrales deberían volver a centrarse en su mandato de lucha contra la inflación alta, para lo que deben usar herramientas estándar, como la política de tasas de interés. ¿Qué pasa si la inflación es demasiado baja? Quizás, como en el caso de la COVID-19, debamos aprender a vivir con ella y evitar herramientas como la expansión cuantitativa, cuyos efectos positivos sobre la actividad real son cuestionables; distorsionan el crédito, los precios de los activos y la liquidez, y son difíciles de abandonar. Podría decirse que, mientras la inflación baja no entre en una espiral deflacionaria, los bancos centrales no tendrían que inquietarse demasiado por ello. No son las décadas de inflación baja las que desaceleraron el crecimiento y la productividad laboral de Japón. El envejecimiento y la reducción de la fuerza laboral tienen más parte de culpa.

No es bueno complicar los mandatos de los bancos centrales, si bien un mandato más sólido posiblemente ayude

a mantener la estabilidad financiera. Por un lado, las crisis financieras suelen venir acompañadas de una inflación excesivamente baja, difícil de combatir para los bancos centrales. En segundo lugar, su forma de abordar un período prolongado de inflación demasiado baja, como hemos visto, alimenta el aumento de los precios de los activos y, como consecuencia, el apalancamiento y el posible aumento de la inestabilidad financiera. Desafortunadamente, aunque los teóricos de la política monetaria afirman que es mejor ocuparse de la estabilidad financiera mediante la supervisión macroprudencial, esto hasta el momento no ha demostrado ser eficaz, como demuestran los auges de precios de la vivienda en importantes economías. Además, las políticas macroprudenciales podrían tener un impacto limitado en ámbitos del sistema financiero que son nuevos o están alejados de los bancos; prueba de esto son las burbujas y el estallido de las criptomonedas y las acciones meme. Si bien es necesario que la regulación macroprudencial tenga una mejor cobertura del sistema financiero, en especial del sistema financiero paralelo no bancario, también debemos recordar que la política monetaria, en palabras de Jeremy Stein, “llega a todos los rincones”. Tal vez entonces, este poder debería venir acompañado de algo de responsabilidad.

¿Y qué sucede con la responsabilidad por las consecuencias externas de sus políticas? Cabe destacar que los bancos centrales que están más centrados en la estabilidad financiera interna estarían más dispuestos a adoptar políticas monetarias con menores efectos de derrame. En cualquier caso, los bancos centrales y el mundo académico deberían entablar un diálogo sobre los efectos de derrame. Un diálogo sin ningún tipo de tinte político podría inaugurarse en la sede del BPI, en Basilea, donde los bancos centrales se reúnen con regularidad. Después, el diálogo puede trasladarse al FMI, con la participación de representantes de los gobiernos y más países, y un debate sobre cómo deben modificarse los mandatos de los bancos centrales en un mundo integrado. No obstante, a la espera de este diálogo y de un consenso político sobre los mandatos, que los bancos centrales vuelvan a centrarse en su mandato principal de luchar contra la inflación alta y al mismo tiempo respeten el mandato secundario de mantener la estabilidad financiera podría ser suficiente.

¿Condenará este doble mandato a un mundo de bajo crecimiento? No, pero la obligación de fomentar el crecimiento volverá a recaer en el sector privado y en los gobiernos, que es donde pertenece. Los bancos centrales más enfocados en su mandato y menos intervencionistas probablemente obtendrían mejores resultados que los que nos toca vivir hoy: alta inflación, alto nivel de apalancamiento y bajo crecimiento. Para los bancos centrales, menos podría ser, en efecto, más. 

RAGHURAM RAJAN es profesor en la Booth School of Business de la Universidad de Chicago, y fue gobernador del Banco de la Reserva de India entre 2013 y 2016.



CRISIS Y POLÍTICA MONETARIA

La pandemia y la guerra han planteado nuevos desafíos que los bancos centrales del mundo tendrán que afrontar en los próximos años

Gita Gopinath

La escalada mundial de la inflación que puso un abrupto fin a décadas de aumentos moderados de los precios se produjo en medio de una inusitada confluencia de crisis: la pandemia mundial y la invasión rusa de Ucrania.

Lo que los economistas han de plantearse ahora es qué enseñanzas pueden extraerse de esta era en términos de política monetaria. Tal vez cabe empezar con las lecciones de la pandemia y la guerra que revisten interés para la política monetaria, aun si a la larga el mundo retorna a un contexto de tasas de interés bajas y poca inflación. La mayoría de los economistas no vieron venir el aumento de la inflación, y tenemos que entender por qué y cómo quizá deba modificarse la política monetaria de aquí en adelante.

Pero algunos de los efectos de la crisis —fuerte inflación, perturbaciones en la cadena de suministros, mayores barreras comerciales— pueden prolongarse mucho más tiempo, o intensificarse. Esto podría comprometer la estabilidad macroeconómica en todo el mundo, y en especial en los mercados emergentes. ¿Cómo se puede evitar esto?

Tener en cuenta la escalada de la inflación

Desde la perspectiva de los marcos de política previos a la crisis, el disparo de los precios fue una sorpresa, sobre todo para las economías avanzadas. Los datos empíricos indican que la inflación aumentó solo un poco al disminuir el desempleo,

lo que concuerda con una curva de Phillips muy plana. Esto se ve corroborado por la experiencia previa a la pandemia, en que la inflación permaneció moderada aun cuando el estímulo monetario llevaba el desempleo a niveles muy bajos.

No obstante, estos modelos que incorporaban una curva de Phillips con una pendiente baja no explicaron bien la razón de las subidas de precios relacionadas con la pandemia. La mayoría de los pronósticos basados en estos modelos, incluidos los nuestros en el FMI, fueron mucho más parcos a la hora de predecir la inflación.

Si bien la inflación alta obedece en parte a acontecimientos inusuales, algunos de los errores de pronóstico probablemente se deben a nuestra interpretación errónea de la curva de Phillips y el lado de la oferta de la economía.

La curva de Phillips estándar vincula la inflación a la brecha de desempleo, pero la rápida recuperación del empleo puede haber dado mucho ímpetu a la inflación, lo que significa que los “efectos de velocidad” revisten más importancia de lo que se pensaba. Otra posibilidad es la presencia de no linealidades importantes en la pendiente de la curva de Phillips: las presiones sobre los precios y salarios derivadas de la caída del desempleo se tornan más agudas cuando la economía está sobrecalentada que cuando opera por debajo del pleno empleo. Por último, el aumento de la inflación de los bienes durante la recuperación —cuando las restricciones sobre la oferta y la demanda de servicios hicieron que el estímulo masivo recayera con fuerza en los

Según uno de esos preceptos, un desempleo bastante inferior a la tasa natural era aceptable, incluso conveniente. Antes de la pandemia, tener la economía operando a todo vapor parecía ser algo que funcionaba bien para Estados Unidos y otras economías avanzadas. El desempleo descendió a mínimos históricos, incluso entre los trabajadores desaventajados, mientras que la inflación permanecía por debajo del nivel fijado como meta.

Pero los riesgos de inflación derivados de una economía sumamente pujante quizá sean mucho mayores de lo que se había pensado.

La pandemia también puso de manifiesto las dificultades de medir la capacidad económica ociosa. La medición inexacta no es un problema grave si la curva de Phillips es plana, pero sí lo es si la curva es no lineal cuando el desempleo cae por debajo de una tasa natural muy incierta. En esta situación, las autoridades pueden hacer, involuntariamente, que el desempleo descienda hasta debajo de su estimación (excesivamente optimista) de la tasa natural y provoque una escalada inflacionaria, como cabría decir que ocurrió durante el episodio conocido como la Gran Inflación de los años setenta. Además, la pandemia hace pensar que si se deja que la economía opere a todo vapor es más probable que los sectores clave choquen contra restricciones de capacidad, lo cual generaría presiones inflacionarias que podrían adquirir un carácter generalizado.

Tener una economía muy pujante puede todavía ser conveniente en determinadas circunstancias, pero las autoridades tienen que ser más conscientes de las posibles desventajas y tomar precauciones para no exagerar el estímulo.

Otra opinión previa a la pandemia era que los principales bancos centrales podían valerse de su credibilidad para “capear” shocks temporales de la oferta, como la carestía del petróleo, y suponer que la inflación sería pasajera. Las tasas de política monetaria se modificarían en respuesta a efectos de segunda ronda; es decir, los efectos más persistentes sobre la inflación. Pero las estimaciones en general apuntaban a que estos serían moderados, y por esa razón las autoridades no tuvieron que reaccionar mucho, incluso ante shocks importantes, lo que se condice con las disyuntivas favorables entre la inflación y el empleo.

La pandemia puso de manifiesto la forma en que los shocks en la oferta pueden tener efectos inflacionarios generalizados y persistentes, y sorprendentemente rápidos. Las fuertes presiones al alza sobre los precios en ciertos sectores pueden propagarse a través de las cadenas de suministro, e incidir en los salarios, o en las expectativas inflacionarias, influyendo en la fijación de precios o de salarios.

Esto lleva a pensar en que los bancos centrales deberían reaccionar más enérgicamente en ciertas condiciones. Las condiciones iniciales suelen revestir importancia: limitarse a “capear” un shock temporal puede causar problemas si la inflación ya es elevada, de modo que es más probable que shocks adicionales alteren las expectativas sobre los precios. También es posible que los bancos centrales deban adoptar

Pero los riesgos de inflación derivados de una economía pujante quizá sean mucho mayores de lo que se había pensado.

bienes— apunta a que las restricciones de la capacidad revisten importancia a nivel sectorial y también agregado.

Enseñanzas para la política monetaria

Algo que se desprende de estas observaciones es que necesitamos mejores modelos de la oferta agregada que asimilen las enseñanzas de la pandemia. Por ejemplo, será útil desarrollar más a fondo modelos sectoriales que diferencien entre bienes y servicios y que incorporen restricciones sectoriales sobre la capacidad para poder tener en cuenta los efectos de velocidad y las no linealidades tanto a nivel sectorial como agregado.

Pero también deberíamos reconsiderar preceptos de políticas que gozaban de amplia aceptación antes de la pandemia y que estaban basados en una curva de Phillips plana.

respuestas de política más enérgicas en una economía sólida en la que los productores pueden trasladar con facilidad el aumento de los costos y en la que los trabajadores están menos dispuestos a aceptar reducciones en sus salarios reales. Además, el banco central puede tener que reaccionar más pronunciadamente si los shocks son de amplia base y no se concentran en determinados sectores.

Riesgo de persistencia

Las enseñanzas acerca de la curva de Phillips y los preceptos de las políticas basados en que dicha curva sea plana serían aplicables incluso en un contexto previo a la pandemia, con niveles típicamente bajos de tasas de interés e inflación y en el que los problemas de la oferta se disipan. Pero también existe la posibilidad de una inflación mucho más persistente que desancle las expectativas, y de perturbaciones más crónicas en las cadenas mundiales de suministro y en el comercio abierto.

El riesgo principal es que una inflación elevada produzca un desanclaje de las expectativas inflacionarias. Esto haría más complicadas las disyuntivas a las que se enfrenta la política monetaria, porque las depreciaciones de la moneda y los shocks en la oferta tendrían efectos inflacionarios mucho más persistentes. Las subidas más marcadas de las tasas de interés para contener la inflación provocarían mayores contracciones del producto. En el último año, varios bancos centrales han procedido a endurecer considerablemente sus políticas, con un ajuste más fuerte en la etapa inicial, y eso ha ayudado a atenuar los riesgos de desanclaje. De todos modos, las autoridades de los bancos centrales deben permanecer vigilantes.

El desafío para los bancos centrales también se complicaría si los shocks en la oferta se volvieran más arraigados, algo que podría suceder si los países decidieran erigir barreras comerciales a fin de reducir el riesgo de rupturas en la cadena de suministros. Esto dejaría a los países expuestos a una mayor volatilidad de los shocks de la oferta, lo cual a su vez haría más difícil elegir entre las opciones de la política monetaria y dificultaría más la estabilización de la economía.

Los bancos centrales en los mercados emergentes se verían especialmente perjudicados si se fragmentara más el comercio y se desanclaran las expectativas de inflación. Estas economías ya son más vulnerables a shocks externos, y podrían enfrentar disyuntivas más complicadas a la hora de optar por una política u otra.

En principio, la pandemia y la guerra también podrían tener efectos más duraderos en el lado de la demanda de la economía al afectar la tasa de interés real de equilibrio (la tasa a la que, a largo plazo, la economía alcanza su producto potencial sin entrar en una senda inflacionaria). Ambos fenómenos podrían incidir en la desigualdad, las variables demográficas, la productividad, la demanda de activos seguros y la inversión y la deuda pública, entre otras cosas. Por ejemplo, la pandemia y la guerra pueden deprimir más la tasa de equilibrio al incrementar la demanda de activos seguros y la desigualdad.

En general, es probable que estos efectos no sean especialmente importantes, y, por lo tanto, la tasa de equilibrio

tenderá a permanecer en niveles bajos, pero no deja de haber incertidumbre acerca de su nivel real. Además, un giro firme hacia el gasto financiado mediante déficit, o un repunte considerable de la inversión climática, podría dar un estímulo sustancial a la tasa de equilibrio.

Implicaciones para las políticas

La pandemia y la guerra han planteado más retos para los bancos centrales. Los que están en economías avanzadas se han concentrado en los últimos años en proporcionar suficiente estímulo para afianzar el crecimiento y un nivel bajo de inflación. La misión consistía en generar el potencial necesario mediante tasas de interés de casi cero, cuando la inflación parecía destinada a permanecer en niveles demasiado bajos.

Ahora, estas crisis ponen de manifiesto para los bancos centrales que gestionar los riesgos implica tener en cuenta una inflación que sea demasiado baja o demasiado alta, y la posibilidad de tensiones más marcadas entre los objetivos de estabilidad de precios y empleo o crecimiento. La pandemia también ha mostrado cómo la relación entre el desempleo y la inflación, implícita en la curva de Phillips, quizá no sea plana cuando la economía es pujante, y que los shocks, como la carestía de la energía, pueden tener consecuencias diferentes en períodos de prosperidad que en períodos de desaceleración.

Así, el riesgo más palpable de una inflación rápida hace que resulte esencial volver a replantearse la conveniencia de estrategias como la de permitir el calentamiento de la economía o considerar que los shocks en la oferta son pasajeros. Estas estrategias tienen sus ventajas, pero también agudizan los riesgos para la estabilidad de precios.

Aparte de estas enseñanzas, hay preocupación de que la pandemia y la guerra puedan dar lugar a mayores shocks en la oferta, y a expectativas inflacionarias menos ancladas. Estos riesgos revisten más importancia para los mercados emergentes, en especial los que estén muy endeudados. Pero como la inflación actual es la más rápida de décadas, los bancos centrales de las economías avanzadas también enfrentan riesgos significativos, y por eso deben mantener el rumbo y tasas de política monetaria restrictivas hasta que se divisen señales duraderas de que la inflación está retornado al nivel fijado como meta. El crecimiento económico sostenido no es posible si no se recupera la estabilidad de precios.

Los bancos centrales tienen que liderar la lucha contra la inflación, pero hay otras políticas que pueden ser útiles. La política fiscal debe cumplir su función, dirigiendo la ayuda especialmente hacia los más vulnerables pero sin estimular la economía. Las autoridades tienen que seguir promoviendo la agenda climática para preservar la estabilidad económica y financiera. Por último, las políticas para atenuar los riesgos de fragmentación en el comercio mundial reducirán el riesgo de shocks en la oferta y ayudarán a estimular el producto potencial a escala mundial. **FD**

GITA GOPINATH es Primera Subdirectora Gerente del FMI.

Tiempo de cambio

Es momento de replantear las bases y el marco de la política monetaria

Masaaki Shirakawa



FOTO: CORTESÍA DE MASAOKI SHIRAKAWA

En 2008, la Reina Isabel II formuló una famosa pregunta a los profesores de la Escuela de Economía de Londres (LSE) acerca de la crisis financiera mundial: “¿Por qué nadie la vio venir?”. Si Carlos III siguiera los pasos de su madre, seguramente haría hoy una pregunta similar, pero acerca de la alta inflación.

Este interrogante es más apremiante por dos razones. Primero, antes del reciente aumento de la inflación a niveles no observados en 40 años, muchos bancos centrales de economías avanzadas estaban abrumadoramente preocupados por la baja inflación. Segundo, argumentaban con seguridad que la inflación era transitoria y no pudieron contenerla aun cuando los precios subían rápidamente. Los acontecimientos que la dispararon, especialmente las perturbaciones del comercio y la producción debido a la pandemia y la guerra en Ucrania, ocurrieron del lado de la oferta, y se consideró que estaban fuera del ámbito de

la política monetaria. Pero el impacto de los hechos desencadenantes en la inflación varía según las condiciones financieras preexistentes, que a su vez están determinadas por la política monetaria. Las autoridades de los bancos centrales, por lo tanto, no son totalmente inocentes.

Así como cuando la reina planteó su pregunta a los profesores de la LSE, toca una vez más que los académicos y las autoridades de los bancos centrales hagan un profundo examen de conciencia acerca del marco de política monetaria vigente y, más fundamentalmente, del modelo intelectual que lo sustenta.

Temor infundado

El temor habitual a una deflación y la caída de las tasas de interés a su nivel más bajo posible (el límite inferior cero) fue bien formulado en un discurso de Jay Powell, presidente de la Reserva Federal, durante la conferencia de Jackson Hole en agosto de 2020: “[S]i las expectativas de inflación caen por debajo del nivel de 2% fijado como meta, las tasas de interés disminuirían en tándem. A su vez, tendríamos menos margen para bajar las tasas de interés a fin de estimular el empleo durante una desaceleración económica, reduciendo nuestra capacidad de estabilizar la economía con un recorte de las tasas de interés. Hemos visto esta dinámica adversa en otras economías importantes del mundo y hemos aprendido que, una vez que se instala, puede ser muy difícil superarla. Queremos hacer todo lo posible para impedir que esa dinámica se dé aquí”.

Este es el meollo del argumento empleado por los bancos centrales para justificar una enérgica relajación monetaria en respuesta a una inflación decreciente. Suena plausible, pero debe fundamentarse con hechos. Y las experiencias de las “otras economías importantes”, con lo cual obviamente Powell se refería a Japón, arrojan dudas sobre la validez del relato.

Japón por cierto alcanzó el límite inferior cero de las tasas de interés mucho antes que otras economías. Pero si esto hubiera sido una grave limitación para la política, la tasa de crecimiento de Japón habría sido menor que la de sus pares del Grupo de los Siete (G7). Sin embargo, el crecimiento del PIB japonés por persona estuvo en consonancia con el promedio del G7 desde 2000 (cuando las tasas de interés del Banco de Japón llegaron a cero y se adoptó una política monetaria no convencional) hasta

El contexto que propició factores benignos por el lado de la oferta está bajo amenaza desde muchos frentes: el mayor riesgo geopolítico, un populismo en alza y la pandemia han trastornado las cadenas mundiales de suministro.

2012 (justo antes de que el balance del banco central comenzara a inflarse). El crecimiento del PIB de Japón por persona en edad activa fue el más alto entre los países del G7 durante el mismo período.

El “gran experimento monetario” del Banco de Japón en los años siguientes a 2013, cuando su balance se expandió de 30% a 120% del PIB, es nuevamente elocuente. Respecto a la inflación, el impacto fue moderado. Y respecto al crecimiento, su efecto también fue moderado. Esto sucedió no solo en Japón sino también en muchos otros países que del mismo modo adoptaron una política no convencional después de 2008.

Esto no significa que una política monetaria no convencional nunca tenga efecto. Puede llegar a ser extremadamente potente, dependiendo del momento de su aplicación. Un caso concreto es la orientación prospectiva, la fuerte señal que da el banco central a los mercados sobre el rumbo planeado de su tasa de interés de referencia a fin de influir en las tasas de interés a largo plazo. Cuando la economía está debilitada, la orientación prospectiva no es muy eficaz porque los participantes del mercado esperan que las tasas de interés permanezcan bajas de todos modos. Pero cuando la economía es golpeada por un shock sorpresivo de demanda u oferta, la orientación prospectiva de mantener bajas las tasas de interés puede volverse repentinamente demasiado expansiva e inflacionaria. Esto puede explicar en parte lo que estamos viendo ahora.

Ingenuidad política

La adopción generalizada de metas flexibles de inflación promedio —que explícitamente permitían que la inflación superara la meta— también contribuyó a que los bancos centrales no endurecieran antes la política. Cuando decidieron superar esas metas, las autoridades de los bancos centrales se olvidaron de la dificultad intrínseca de contener a tiempo la política monetaria aun cuando sus predecesores se habían topado con dificultades similares muchos años antes. Surge entonces la pregunta: En una sociedad democrática en la que las autoridades de los

bancos centrales no son elegidas, ¿cabe que estas le pidan al gobierno y a los legisladores recortar los planes de gasto inflacionario que prometieron para que los eligieran?

Quizá los bancos centrales la tuvieron demasiado fácil durante la “Gran Moderación”, los 20 años aproximados de crecimiento sostenido e inflación estable que comenzaron a mediados de la década de 1980. El relato imperante de una política monetaria exitosa aplicada por los bancos centrales independientes durante ese período puede haberse debido a la buena suerte y a circunstancias fortuitas. La economía mundial se benefició de factores favorables del lado de la oferta, tales como el ingreso de economías en desarrollo y de antiguas economías socialistas a los mercados mundiales, rápidos avances en la tecnología de la información y un contexto geopolítico relativamente estable. Estos factores permitieron que coexistieran una baja inflación y un crecimiento relativamente elevado. La tarea de los bancos centrales no exigió un alto grado de mandato político.

Después de atravesar esos tiempos pacíficos, cuando la independencia del banco central pasó a ser ampliamente aceptada, los bancos centrales comenzaron a emplear una política monetaria no convencional, con una suposición algo ingenua de que la política podía desarmarse fácilmente cuando fuese necesario. Lamentablemente, el mundo ha cambiado. El contexto que propició factores benignos por el lado de la oferta está bajo amenaza desde muchos frentes: el mayor riesgo geopolítico, un populismo en alza y la pandemia han trastornado las cadenas mundiales de suministro. Los bancos centrales se enfrentan ahora a la disyuntiva entre inflación y empleo, lo cual hace muy complejo revertir las medidas.

Repensar el marco

Al reflexionar sobre por qué las autoridades de los bancos centrales pasaron por alto la ola de inflación, debemos reconsiderar el modelo intelectual en el cual nos hemos basado, y por consiguiente actualizar nuestro marco de política monetaria. Destaco tres temas que deberían tenerse en cuenta.

Primero, es preciso reevaluar si debemos seguir concentrándonos en los peligros de una deflación y el límite inferior cero para las tasas de interés. Esto debe considerarse con urgencia porque afecta el punto final del actual ciclo de contracción. Como la inflación de Estados Unidos muestra signos de haber atravesado su pico, algunos economistas ya están reclamando una meta de inflación más alta y por ende menos contracción adicional para mantener un amplio margen de seguridad y no correr el riesgo de una deflación.

Soy escéptico acerca de este argumento. Aun cuando hubiéramos entrado en la crisis financiera mundial con una meta de inflación más alta y mayor espacio para reducir las tasas de interés, la economía mundial no habría seguido un curso sustancialmente distinto. Coincidió con Paul Volcker, el expresidente de la Reserva Federal a quien se le reconoce haber terminado con la alta inflación de Estados Unidos en los años setenta y comienzos de los ochenta: “la deflación es una amenaza impuesta por un quebrantamiento crítico del sistema financiero”. Eso es exactamente lo que ocurrió en los años treinta y no ocurrió en 2008, aunque estuvimos a punto. La diferencia clave fue que los esfuerzos para impedir un colapso del sistema financiero fueron más eficaces en 2008.

Un mayor margen para recortar las tasas no ofrecería ningún alivio si los desequilibrios financieros se debieran, por ejemplo, a las crisis financieras y burbujas de activos producto del fácil acceso al crédito. En consecuencia, los bancos centrales no pueden estar atentos solo a los acontecimientos macroeconómicos como la inflación y la brecha del producto. También deben prestar atención a lo que está ocurriendo en las instituciones y los mercados financieros.

Segundo, debemos reflexionar sobre por qué los bancos centrales se vieron forzados a aplicar una prolongada política monetaria más expansiva y cuáles fueron las consecuencias. Un caso concreto es Japón, donde su crecimiento estancado debido a factores estructurales —en particular, un rápido envejecimiento y una reducción de la población— fue malinterpretado como una debilidad cíclica. Esto dio lugar a décadas de expansión monetaria. Esto no es lo mismo que decir que un descenso de la tasa de interés es una respuesta a un descenso de la tasa natural de interés. Más bien, la política monetaria se convirtió en una solución rápida para los problemas estructurales que exigían una reforma más radical.

Curiosamente, en los debates acerca de la política monetaria a menudo se da por sentado que la expansión y contracción monetaria llegan alternativamente en un espacio temporal relativamente corto. De ser así, justificaría la idea tradicional de que la expansión monetaria incide solo en

el lado de la demanda. Pero si esa expansión tiene lugar durante un período más largo, digamos, de 10 años o más, entonces los efectos adversos en el crecimiento de la productividad debidos a una inadecuada asignación de recursos se vuelven graves. La política monetaria no debería guiarse por consideraciones del lado de la oferta, pero tampoco debería ignorarlas.

Diferencias nacionales

Por último, debemos prestar atención a las diferencias nacionales respecto de la forma en que cada país diseña su marco de política monetaria. Prácticas de empleo diferentes, por ejemplo, generan una dinámica salarial diferente y, en todo caso, una dinámica inflacionaria diferente. En Japón, la inflación de precios al consumidor se está acelerando, pero a un ritmo mucho más lento que en otras economías avanzadas. Eso se debe principalmente a la singular práctica de “empleo a largo plazo”: los trabajadores japoneses, especialmente de grandes empresas, están protegidos por un contrato implícito conforme al cual los jefes tratan a toda costa de evitar despidos. Esto los hace cautos a la hora de ofrecer aumentos salariales permanentes a menos que estén verdaderamente confiados acerca del crecimiento futuro. Esto se traduce en una menor inflación.

Incluso en una economía globalizada, las diferencias en el contrato social o en la estructura económica importan. Esto debilita el fundamento de una estrategia de metas de inflación que sea uniforme y aplicable a todos los casos. No debemos olvidar por qué no podemos encontrar una buena alternativa al sistema de tipos de cambio flexibles: los países tienen diferentes preferencias macroeconómicas, y las consiguientes diferencias entre los países se reflejan en el ascenso y caída de sus monedas. El ancla para una moneda (si es que existe alguna) puede establecerse únicamente mediante un firme compromiso del banco central de frenar la inflación con endurecimiento de la política monetaria y ser el prestamista de última instancia, no mediante el simple acto de fijar una meta de inflación.

La fijación de metas de inflación fue una innovación que surgió en respuesta a la severa estanflación de los años setenta y principios de los ochenta. No hay razón para creer que es definitiva. Ahora que conocemos sus limitaciones, es el momento propicio para reconsiderar la fundamentación intelectual en la que nos hemos basado durante los últimos 30 años y renovar nuestro marco de política monetaria. **FD**

MASAAKI SHIRAKAWA fue gobernador del Banco de Japón desde 2008 hasta 2013 y es autor de *Tumultuous Times: Central Banking in an Era of Crisis*. [Tiempos tumultuosos: la banca central en una época de crisis].



CÓMO NO VIMOS VENIR LA RECIENTE ESCALADA DE LA INFLACIÓN

La notable recuperación de la demanda y el cambio en la dinámica de los mercados de bienes y de trabajo tuvieron parte en el error de cálculo

Christoffer Koch y Diaa Noureldin

La formulación de pronósticos macroeconómicos suele compararse con conducir hacia adelante mientras se mira por el espejo retrovisor. En efecto, el pasado suele ser un indicador fiable del futuro. Sin embargo, cuando las economías se ven afectadas por graves shocks desestabilizadores, la dinámica económica hasta entonces familiar puede cambiar y los errores de pronóstico son más comunes. Aun así, el grado en que el rápido aumento y la persistencia de la actual ola de inflación mundial escapó a los analistas más profesionales, entre ellos, a nosotros en el Fondo Monetario Internacional, resulta intrigante. La pregunta natural que surge es si deberíamos haberlo visto venir.

El FMI elabora y publica con frecuencia trimestral sus pronósticos de las *Perspectivas de la economía mundial*, que incluyen el crecimiento del PIB y la inflación.

Recientemente, hemos analizado en detalle los errores en nuestros pronósticos de la inflación subyacente —es decir, los pronósticos de la inflación despojada de los efectos volátiles de las fluctuaciones de precios de los alimentos y la energía— para las economías del mundo. Pensemos en la inflación subyacente, que está estrechamente vinculada a las metas de inflación de muchos bancos centrales, como un objeto que se mueve lentamente y cuyo pronóstico es relativamente sencillo. Los errores grandes suelen indicar que los cálculos de la demanda y la oferta, actuales y a corto plazo, de bienes y servicios han sido inexactos.

Pese a nuestras repetidas revisiones de los pronósticos de inflación entre el primer trimestre de 2021 y el segundo trimestre de 2022, los fallos han sido considerables y continuos. Esta sorpresa en torno a la inflación fue anterior a la invasión rusa de Ucrania. Si bien la guerra ha ampliado



las presiones inflacionarias por el lado de la oferta debido a las perturbaciones en los mercados mundiales de productos básicos, sostenemos que el shock de la pandemia y la consiguiente recuperación económica gracias al fuerte respaldo fiscal, encendieron la primera chispa. Así pues, ¿cómo analizamos los datos que respaldan nuestra conjetura?

Para entender mejor los factores económicos detrás de los errores en los pronósticos de inflación, realizamos análisis *ex post* y *ex ante*. En el análisis *ex post*, consideramos lo que sabemos hoy y lo que podemos aprender retrospectivamente. En el análisis *ex ante*, intentamos comprender qué sabíamos en ese momento que parece no haberse tenido en cuenta lo suficiente en las perspectivas de inflación.

Factores del subpronóstico

Consideramos cuatro factores que, con retrospectiva, nos ayudan a comprender por qué los pronósticos fueron mucho más parcos a la hora de predecir la inflación. En primer lugar, cuando se produjo el shock de la pandemia, las autoridades desplegaron con rapidez apoyo fiscal para evitar que las secuelas de la crisis fueran graves. Aun así, los pronósticos proyectaban ciertas secuelas, y las proyecciones de la brecha del producto para 2021 preveían una fuerte contracción de la actividad económica con respecto a su potencial. Solo en retrospectiva se hizo evidente que la contracción del producto, en comparación con su potencial, no fue tan nefasta. Ahora se sabe que las brechas del producto de la mayor parte de las economías del mundo —casi el 80% del PIB mundial— han sido inferiores a lo proyectado a comienzos de 2021, un indicio de que la rápida recuperación de la demanda superó las expectativas. Encontramos pruebas de que los países cuya recuperación económica del shock de la pandemia fue más rápida de lo esperado —como Nueva Zelandia, Singapur y Türkiye— también experimentaron una inflación superior a lo previsto. Esta situación predominó más en 2021 que en 2022, lo que deja entrever el posible papel de la sobreestimulación de la demanda en la fase inicial de la recuperación del shock de la pandemia.

En segundo lugar, la fuerte recuperación de la demanda se topó con el alto grado de tensión en las cadenas de suministro. Los cuellos de botella en las cadenas de suministro suelen estar provocados por shocks de demanda o de oferta, rara vez por una combinación de ambos. Durante los primeros confinamientos por la COVID-19, se produjo una combinación formidable de ambas fuerzas: la demanda de bienes aumentaba a un ritmo acelerado, mientras que la oferta sufría un importante retroceso temporal. Hallamos que en los países donde la demanda provocó más tensión que la oferta en las cadenas de suministro, los errores en los pronósticos fueron, en promedio, mayores. Esta dinámica tuvo lugar en Brasil y Nueva Zelandia, y en menor medida en Canadá y Estados Unidos.

En tercer lugar, al principio del período de confinamientos, los desequilibrios entre la demanda y la oferta se vieron ampliados por el desplazamiento de la demanda desde los servicios hacia los productos, ya que el sector de ocio y hospitalidad dejó de funcionar en su mayor parte. Esta situación invirtió de forma temporal la tendencia que se había visto en las últimas dos décadas, en que la inflación de precios de los productos era menor que la inflación de precios de los servicios. Para las economías en las que esta inversión fue drástica, con la inflación de precios de los productos por encima de la inflación de precios de los servicios, los errores en los pronósticos también fueron mayores. El desplazamiento de la demanda desde los servicios hacia los productos fue posiblemente un factor en los errores de inflación en Brasil, Chile y Estados Unidos, donde la inflación subyacente del precio de los productos en 2021 fue más del doble que en el caso de los servicios.

En cuarto lugar, la rigidez sin precedentes en los mercados laborales, que continuó hasta la fecha en algunas economías avanzadas, complicó algunos de los factores anteriores. Los mercados laborales, medidos por la relación entre las vacantes y el nivel de desempleo, han sido especialmente rígidos en Australia, Canadá, Estados Unidos y el Reino Unido, lo que está especialmente correlacionado con la

Se podría haber aconsejado a las autoridades que redujeran la velocidad en algún momento de 2020, dado el peligro que acechaba más adelante.

magnitud de los errores en los pronósticos de la inflación subyacente en estos países.

Estímulo fiscal

La combinación de una recuperación de la demanda más fuerte de lo previsto, la intensificación de la demanda que ha obstruido las cadenas de suministro, los desplazamientos sectoriales de la demanda y un mercado laboral recalentado ofrece una explicación *post mortem* convincente de los reiterados errores en el pronóstico del episodio de inflación. En retrospectiva, somos definitivamente más sabios. Sin embargo, las autoridades deben tomar decisiones en tiempo real con solo parte de la información de la que disponemos hoy. Esto plantea una pregunta sencilla pero aun así importante: En el momento en el que se publicaron los pronósticos, ¿deberían haber visto los analistas esta fuerza inflacionista que amenazaba desde el otro lado del parabrisas?

A medida que el conductor aumenta la velocidad, el campo de visión puede reducirse y ocultar así los peligros que esperan más adelante. Una característica particular de la respuesta de política a la pandemia en 2022 fue el agresivo estímulo fiscal, que, según algunos observadores, se asemejó al gasto en tiempos de guerra. Es importante señalar que este estímulo formaba parte de la información de la que disponían los analistas en ese momento. Nuestro análisis muestra que la magnitud de los paquetes de estímulo fiscal frente a la COVID-19, anunciados por los distintos gobiernos en 2020, tiene una correlación positiva con los errores en los pronósticos de la inflación subyacente de 2021 en las economías avanzadas. Si bien esto sugiere que los analistas habrían anticipado de forma insuficiente en sus proyecciones los efectos potenciales de la importante intervención fiscal, la evidencia debe interpretarse con cautela. En primer lugar, la correlación positiva se debe principalmente a Australia, Canadá, Estados Unidos y el Reino Unido, las mismas economías con mercados laborales especialmente rígidos desde el inicio de la pandemia. En segundo lugar, un vistazo más cercano a los datos favorece la interpretación

de que los errores en los pronósticos pueden atribuirse más a errores de juicio sobre la gravedad de las restricciones de la oferta, también en los mercados laborales, que a haber subestimado el impacto de la política fiscal en el repunte de la actividad económica.

Disyuntivas de política

En 2020, una dosis de estímulo fiscal demasiado pequeña habría supuesto el peligro de que las secuelas se prolongaran. Pero hacer demasiado también supuso el riesgo de sobreestimular la economía y provocar inflación. La inflación en las economías avanzadas era demasiado baja, y quizá por ello este riesgo se vio eclipsado cuando las autoridades de las economías avanzadas más grandes apoyaron con todas sus fuerzas las considerables intervenciones fiscales.

Los analistas también se enfrentaron a una incertidumbre considerable. Tuvieron que lidiar con los cambios en la dinámica de los mercados de bienes y de trabajo, así como con la dificultad de analizar datos económicos en tiempo real. Esto complicó en buena medida las perspectivas económicas. La evidencia sugiere que el gran estímulo fiscal debería haber inclinado al alza la balanza de riesgos para la inflación. Sin embargo, esta conclusión está supeditada a los resultados en unas pocas economías, si bien importantes.

En el futuro, las perspectivas de inflación deben tener en cuenta el impacto de la política fiscal, en especial en un entorno en el que las limitaciones de la oferta amplían el impacto del exceso de demanda sobre la inflación. Se podría haber aconsejado a las autoridades que redujeran la velocidad en algún momento de 2020, dado el peligro que acechaba más adelante. Pero esto no deja de ser un diagnóstico a medias. Solo tras compararlo con el escenario contrafáctico en el que se producen secuelas graves podemos evaluar realmente la idoneidad de las decisiones de política que se tomaron entonces. **FD**

CHRISTOFFER KOCH y **DIAA NOURELDIN** son economistas en el Departamento de Estudios del FMI.

A man wearing a white long-sleeved shirt, brown suspenders, and a brown fedora hat stands with his back to the camera. He is looking at a large chalkboard filled with various mathematical equations and formulas written in white chalk. The equations include summations, fractions, and algebraic expressions. The man's hands are on his hips, and he appears to be studying or contemplating the problems on the board.

Los nuevos modelos económicos permiten a las autoridades entender mejor los efectos de las medidas adoptadas para controlar la inflación

Greg Kaplan, Benjamin Moll y Giovanni L. Violante

La inflación actual no termina de entenderse bien. ¿Por qué algunos hogares se ven perjudicados sobremanera, mientras otros apenas notan sus efectos, o incluso salen beneficiados? ¿En qué medida afectan el exceso de ahorro y los pagos del gobierno generados por la pandemia a la lucha contra la inflación? ¿Qué importancia tuvieron los shocks de la oferta relacionados con la COVID-19 y la invasión rusa de Ucrania?

Los objetivos cambiantes de la política monetaria hacen que sea todavía más complicado entender la inflación. Durante mucho tiempo, la política monetaria ha insistido en controlar la inflación mediante una estabilización de la demanda agregada. No obstante, recientemente, los bancos centrales han ampliado sus objetivos a la estabilidad financiera, los riesgos climáticos y geopolíticos, y la inclusión social.

Los modelos macroeconómicos son cruciales para hacer frente a este complejo panorama. Gracias a ellos, las autoridades económicas pueden interpretar observaciones empíricas sobre el estado de la economía, prever cómo afectarán los distintos marcos de políticas a sus objetivos y, en última instancia, orientar las decisiones de política. Los modelos cuantitativos miden los puntos fuertes de las distintas fuerzas implicadas, ayudando así a evaluar las ventajas comparativas de varios objetivos contrapuestos.

Sin embargo, los modelos tradicionales no tienen en cuenta las desigualdades de ingreso y patrimonio, y presuponen que, si algo es bueno para el consumidor medio, según la definición del modelo, tiene que ser bueno también para el conjunto de la economía.

La nueva generación de modelos cuantitativos resulta especialmente indicada para guiar a los bancos centrales

por este nuevo territorio de política monetaria, en el cual las distribuciones de patrimonio e ingreso ocupan un lugar central. Estos modelos, conocidos con el nombre de HANK (por su sigla en inglés), combinan modelos de agentes heterogéneos (método ampliamente utilizado por los macroeconomistas para estudiar las distribuciones de ingreso y riqueza) y modelos nekeynesianos (mecanismos básicos para estudiar la política monetaria y las variaciones en la demanda agregada).

Los modelos HANK aportan nuevos conocimientos sobre la redistribución y los efectos heterogéneos de la política monetaria, y arrojan nueva luz sobre los objetivos tradicionales de los bancos centrales: esto es, controlar la inflación y estabilizar la producción. He aquí cuatro enseñanzas generales, así como algunas ideas preliminares, sobre la forma en que los modelos HANK pueden aclarar el actual entorno de inflación elevada.

ENSEÑANZA 1 Prever los efectos de política indirectos

Los modelos HANK nos han enseñado cómo afecta la política monetaria al gasto en consumo de los hogares, tanto directa como indirectamente. Se consideran canales directos aquellos que pueden atribuirse directamente a una variación de las tasas de política monetaria a corto plazo, como la decisión de los consumidores de aplazar compras cuando suben las tasas de interés. Los canales indirectos se forman por los efectos de la tasa de política monetaria sobre otras tasas de interés (p. ej., tasas de interés de los bonos a largo plazo y los préstamos hipotecarios), los precios de los activos (como de las viviendas o las acciones) y los dividendos, los salarios y los impuestos y transferencias del Estado.



El tamaño relativo de los canales indirectos frente a los directos depende sobre todo de la propensión marginal al consumo (PMC), que permite calcular qué parte del incremento del ingreso de un hogar se gasta y qué parte se ahorra. En los modelos tradicionales, que intentan prever los efectos de la política monetaria sobre el consumidor típico, la PMC es mínima y, por tanto, los canales indirectos no son significativos. En cambio, por su diseño, los modelos HANK son acordes con los datos empíricos sobre hábitos de consumo y ahorro. Su PMC agregada es aproximadamente 10 veces mayor y, de este modo, los distintos efectos indirectos tienen un papel dominante en el mecanismo de transmisión.

¿Qué significa esto para la política monetaria? Según el prisma de los modelos anteriores, lo único que los bancos centrales deben conocer para pronosticar la respuesta de consumo agregada es una estimación de un parámetro: cuán dispuestos están los consumidores a aplazar compras cuando aumentan las tasas de interés (la “elasticidad de sustitución intertemporal”). En cambio, en los modelos HANK, los bancos centrales requieren de mucha más información rigurosa sobre el lado de los hogares en la economía. Deben disponer de un panorama completo de la distribución de PMC, fuentes de ingreso y los componentes de los balances de los hogares. Además, la importancia de los canales indirectos implica que todos los mecanismos que contribuyen a la formación de precios de bienes, insumos, crédito, vivienda y mercados financieros intervienen en el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Por lo tanto, los bancos centrales deben tener conocimientos profundos sobre las estructuras y fricciones en el mercado, así como sobre las instituciones que desempeñan funciones esenciales en este entorno, como los gobiernos locales, los sindicatos y los organismos reguladores.

ENSEÑANZA 2 Algunos barcos navegan mejor, otros se hunden

De acuerdo con la visión tradicional de la política monetaria, “cuando sube la marea, todos los barcos se elevan”. Los modelos HANK demuestran que esto es una falacia.

Muchos de los canales de transmisión de la política monetaria tienen efectos divergentes, y en ocasiones opuestos, sobre los diferentes hogares. Por ejemplo, las repercusiones directas de una variación de las tasas de interés dependen del estado de la condición financiera de los hogares: los recortes benefician a los deudores, porque hacen disminuir los pagos de intereses (como en el caso de las hipotecas de interés variable) y perjudican a los ahorristas, que perciben menos intereses. La política monetaria tiene también efectos

heterogéneos, mediante su impacto sobre la inflación. En primer lugar, la inflación beneficia a los hogares con un gran volumen de deuda nominal, porque esta se devalúa. En segundo lugar, los precios de algunos bienes aumentan más que los de otros, y los diferentes hogares los consumen en proporciones desiguales. Por último, los efectos indirectos de la política monetaria sobre el ingreso disponible de los hogares no son uniformes, porque algunos hogares están más expuestos a las fluctuaciones de la actividad económica agregada que otros.

En los modelos HANK, estos canales redistributivos no solo son esenciales para entender quiénes salen ganando y perdiendo con la política monetaria, sino que abordan los pilares del funcionamiento de esta, en el sentido en que la redistribución determina sus efectos cuantitativos sobre los agregados macroeconómicos. En la medida en que los canales descritos permiten una redistribución de los hogares con una PMC reducida a aquellos con una PMC elevada (de ahorristas a gastadores), el impacto de la política monetaria se ve amplificado. Por otra parte, estos efectos redistributivos variarán de un país a otro. Así, por ejemplo, seguramente serán más pronunciados en países con una tasa de pobreza elevada, o mucha desigualdad, con lo cual también darán lugar a diferencias en la transmisión de la política monetaria entre las economías avanzadas y los países de ingreso bajo y mediano. Los modelos HANK nos obligan a abandonar la fantasía de que es posible separar de forma limpia la estabilización de la redistribución.

ENSEÑANZA 3 La huella fiscal sí importa

Otro error muy extendido es la idea de que la política monetaria puede disociarse de la política fiscal.

Al incorporar la desigualdad de ingreso y riqueza, los modelos HANK restablecen un sólido vínculo entre estos dos, prueba de que la política monetaria deja “huellas fiscales” significativas. Cuando el banco central sube las tasas de interés, los costos de endeudamiento del Tesoro aumentan; este incremento debe financiarse con una subida de impuestos o una disminución del gasto, en el presente o en el futuro, o a través de la inflación futura. En los modelos HANK, los detalles sobre cómo y cuándo el gobierno enjuga este déficit fiscal, y qué hogares soportan la carga, condicionan tremendamente los efectos generales de una subida de tasas de interés.

Así pues, la huella fiscal de la política monetaria genera una nueva redistribución que, a su vez, amplifica o amortigua el shock, según si desplaza los recursos de los ahorristas

a los gastadores, o viceversa. Esta fuerza mantiene indisolublemente unidos al banco central y el Tesoro. Cuanto mayor sea la deuda del gobierno y más cortos sean los plazos, mayor será la huella fiscal.

En términos más generales, los modelos HANK ofrecen un contexto natural para estudiar los efectos de la política fiscal sobre la eficiencia productiva agregada, el grado de seguro social y el alcance de la redistribución entre hogares.

ENSEÑANZA 4 La herramienta de redistribución ideal

¿Qué pasa entonces con la política monetaria, en la práctica?

Varios estudios de lo que constituye un equilibrio óptimo entre la política monetaria y la fiscal en modelos HANK concluyen que las ventajas de una estabilización agregada se ven sobrepasadas por las que reporta aliviar directamente las dificultades. Las políticas óptimas en los modelos HANK casi siempre son partidarias de una redistribución hacia los hogares que viven precariamente durante una desaceleración.

Podríamos sentirnos tentados a interpretar que esto respalda el uso de la política monetaria para promover una prosperidad compartida y mitigar adversidades. No obstante, la política monetaria es un instrumento de redistribución o seguro burdo. Los modelos HANK revelan que la política fiscal seguramente está mejor indicada para una tarea tal, puesto que puede dirigirse más justamente a quienes necesitan apoyo.

El actual brote de inflación

El actual episodio inflacionario es un buen ejemplo para estudiar la utilidad de los modelos HANK en el análisis macroeconómico y el asesoramiento de política económica.

Los modelos HANK revelan que el impacto de un shock macroeconómico sobre el gasto agregado es mayor cuando las PMC individuales y las exposiciones individuales al shock se interrelacionan más estrechamente. En la coyuntura económica actual, esto significa que es fundamental entender los efectos redistributivos de la inflación sobre los hogares, para así estimar sus repercusiones agregadas. Los hogares consumen diferentes conjuntos de bienes y servicios, con lo cual unos son más sensibles que otros a la inflación. Por ejemplo, en este episodio las familias pobres que gastan una parte importante de sus ingresos en productos básicos, como la energía, se ven especialmente perjudicadas. Los prestatarios salen ganando porque el valor real de sus deudas disminuye, mientras que los hogares con grandes cantidades de efectivo o ahorros líquidos salen perdiendo. Los trabajadores con una remuneración relativamente

flexible (por ejemplo, por gratificaciones y comisiones) pueden limitar la pérdida de poder adquisitivo, mientras que aquellos cuyos salarios nominales no se revisan con frecuencia, o quienes cobran el salario mínimo, verán como sus ingresos reales encogen.

El nivel de ahorro de los hogares, que influye en la forma en que una variación de las tasas de interés afecta el consumo, es esencial, como también lo es la distribución del ahorro entre la población y la correlación con la disposición a gastar de los hogares. Por ejemplo, el excedente de ahorro generado por las restricciones al consumo impuestas por la pandemia (menos gasto en viajes y restaurantes) está principalmente en manos de los más acaudalados y, por tanto, se gasta a un ritmo muy lento. El excedente de ahorro acumulado a causa de los amplios programas de transferencias del gobierno en 2020 y 2021 está mayoritariamente en manos de los hogares de ingreso bajo, y se gasta a un ritmo muy superior. Un rápido ritmo de utilización respalda la demanda agregada y entorpece las iniciativas adoptadas por el banco central para contener la inflación.

Por último, una evaluación a fondo de los efectos en el bienestar del actual brote de inflación no puede pasar por alto sus causas. No está clara todavía la importancia relativa de los shocks de la oferta (provocados por la pandemia de la COVID-19 y la guerra en Ucrania), el amplio estímulo fiscal de 2020 y 2021, y la política monetaria laxa de la década transcurrida desde la última recesión. Todos estos factores presentan componentes redistributivos y efectos heterogéneos que no pueden dilucidarse dentro de la rigidez de los modelos tradicionales. La aplicación de modelos HANK nos ayudará a entender todos los efectos de este episodio de la historia monetaria. **FD**

GREG KAPLAN es profesor del Departamento de Economía Kenneth C. Griffin de la Universidad de Chicago; **BENJAMIN MOLL** es profesor de Economía en la Escuela de Economía y Ciencia Política de Londres y **GIOVANNI L. VIOLANTE** ocupa la cátedra Theodore A. Wells '29 de Economía de la Universidad de Princeton.

Lecturas complementarias:


Auclert, A. 2019. "Monetary Policy and the Redistribution Channel." *American Economic Review* 109 (6): 2333–367.

Kaplan, G., and G. Violante. 2018. "Microeconomic Heterogeneity and Macroeconomic Shocks." *Journal of Economic Perspectives* 32 (3): 167–94.

Kaplan, G., B. Moll, and G. Violante. 2018. "Monetary Policy According to HANK." *American Economic Review* 18 (3): 697–743.

Moll, B. 2020. "The Rich Interactions between Inequality and the Macroeconomy." *Economic Dynamics Research Agenda* 21 (2).

Violante, G. 2021. "What Have We Learned from HANK Models, thus Far?" Proceedings of the ECB Forum on Central Banking, September 28–29 (held online).

A large crowd of diverse people, seen from an aerial perspective, forms a large circle around the central text. The people are of various ages, ethnicities, and are wearing colorful clothing. The background is a plain, light-colored surface. The title text is centered within the circle.

DIVERSIDAD DE OPINIONES

SOBRE POLÍTICA MONETARIA

Los comités de política monetaria tienen que reformarse para evitar la endogamia intelectual y garantizar un proceso sólido de toma de decisiones

David G. Blanchflower y Andrew T. Levin

Para formular políticas monetarias hay que tomar decisiones complejas en tiempo real. Por esta razón, en todas las economías avanzadas, salvo Canadá, la política monetaria se delega en un comité de expertos y no en una sola persona que toma decisiones. Pero en la práctica, la toma de decisiones se ha visto perjudicada por el pensamiento de grupo, la toma de medidas simbólicas y la marginación de las opiniones discrepantes. De hecho, la gestión de gobierno de los bancos centrales no se ha mantenido a la par de las prácticas óptimas que buscan fomentar la diversidad de opiniones, y que recomiendan separar las funciones del presidente del directorio y del ejecutivo principal y adoptar procedimientos para garantizar que todos los integrantes del comité tengan esencialmente el mismo grado de influencia y de responsabilidad con respecto a sus decisiones.

Los riesgos del pensamiento de grupo (o endogamia intelectual) se pusieron de manifiesto en la etapa de gestación de la crisis financiera mundial en 2008. La recesión había empezado en Estados Unidos en diciembre de 2007 y en Europa en abril de 2008. En el Banco de Inglaterra, uno de los autores de este artículo fue la única voz disidente que advertía sobre la crisis que se avecinaba (Blanchflower, 2008); en cambio, el informe de inflación del Comité de Política Monetaria (CPM) del Reino Unido divulgado en agosto de 2008 no hace referencia alguna a los riesgos de recesión. En septiembre de 2008, poco después de la quiebra de Lehman, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC) de Estados Unidos concluyó que los riesgos al alza para la inflación y los riesgos a la baja para el crecimiento económico seguían en general equilibrados, y votó unánimemente por no modificar la orientación de la política monetaria. Para comienzos de octubre, no obstante, los principales bancos centrales efectuaron de forma coordinada un recorte sin precedentes de las tasas de interés.

Más recientemente, la economía mundial ha estado navegando por mares desconocidos desde el inicio de la pandemia de COVID-19, y eso ha requerido tomar decisiones subjetivas acerca de las perspectivas económicas y el rumbo apropiado de la política monetaria. En ese contexto, los síntomas del pensamiento de grupo se han hecho más evidentes porque muchos bancos centrales han procurado presentar un *frente común* y *hablar con una sola voz*, con tan solo una pequeñísima proporción de votos discrepantes acerca de decisiones cruciales sobre políticas. Por ejemplo, en las 16 reuniones del FOMC en 2021 y 2022 hubo solo dos votos discrepantes en un total de 174 votos emitidos. En cambio, los votos discrepantes fueron relativamente más frecuentes en las reuniones del CPM del Reino Unido en 2022, incluidas varias votaciones de seis contra tres.

Los criterios sólidos a la hora de formular la política monetaria sin duda seguirán siendo esenciales en el futuro previsible. Las condiciones económicas y financieras probablemente evolucionarán con rapidez conforme se propague el uso de la inteligencia artificial, la informática cuántica y las nanotecnologías. Un modelo macroeconómico adaptado a datos previos puede resultar útil en ciertos contextos, pero el criterio y el sentido común seguirán siendo indispensables para interpretar nuevos datos, evaluar los contornos de las perspectivas económicas y detectar riesgos emergentes para las perspectivas (Blanchflower, 2021).

Gestión de gobierno del banco central

Sin embargo, en muchos bancos centrales las actuales prácticas de gestión de gobierno no propician la diversidad de opiniones en el CPM:

- *El presidente del CPM* es por lo general el ejecutivo principal del banco central, al que de aquí en adelante se denominará “gobernador”. El presidente cumple la tarea crucial de diseminar información al comité

y establecer la agenda de las reuniones. En muchos bancos centrales, el gobernador cumple la función clave de designar a los otros integrantes del CPM.

- *Los miembros internos del CPM*, incluidos los gobernadores suplentes y otros funcionarios del banco central, pueden tender a deferir ante las opiniones del gobernador, sobre todo si es este quien evalúa su desempeño y determina sus perspectivas de ascenso.
- *Los miembros externos del CPM* pueden influir solo marginalmente en las decisiones de política, sobre todo si ejercen su cargo a tiempo parcial y si tienen acceso limitado a los análisis internos y los conocimientos especializados de funcionarios que están bajo la dirección del gobernador. La Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal tiene siete miembros a tiempo completo (incluida la presidencia y dos vicepresidencias). Pero ningún miembro de la Junta de Gobernadores ha discrepado de ninguna de las decisiones del FOMC desde 2005.

Regímenes como estos no se condicen con las prácticas óptimas de gestión organizativa. En el sector público, las cuestiones regulatorias complejas por lo general las resuelve un organismo independiente cuyo directorio se encarga de definir las políticas y los procedimientos, y los ejecutivos principales de esos organismos rinden cuentas al directorio en pleno, no solo a la presidencia. Por ejemplo, el directorio ejecutivo de la Autoridad de Regulación Prudencial de Australia supervisa directamente a todo su personal oficial y los jefes de departamentos. Análogamente, en el sistema judicial, los casos más complejos y trascendentales los decide un tribunal superior de juristas eminentes, cuyo juez principal actúa como *primus inter pares* (primero entre sus iguales). En el sector privado, el directorio de una empresa cotizada en bolsa tiene el deber fiduciario de fijar los objetivos estratégicos de la compañía y supervisar la forma en que la gerencia los cumple, y los cargos de presidente del directorio y ejecutivo principal no los desempeña la misma persona. De hecho, hoy en día prácticamente todas las empresas cotizadas en bolsa en Australia, Canadá y el Reino Unido han adoptado estas prácticas de gestión de gobierno.

Reformas propuestas

El proceso de selección de los miembros del CPM debe garantizar que el comité esté integrado por un conjunto diverso de expertos. Esta diversidad comprende tanto características demográficas (género, raza, etnia) como antecedentes académicos y conocimientos profesionales.

Además, la composición del CPM debe abarcar distintas regiones geográficas de la economía y no reflejar meramente la perspectiva del principal centro financiero. En el consejo de gobierno del Banco Central Europeo participan los presidentes de los bancos centrales nacionales, cada uno de los cuales es designado por funcionarios públicos del respectivo país. En cambio, el CPM del Banco de Inglaterra está integrado en su mayor parte por personas que han residido por mucho tiempo en la zona metropolitana de Londres, y por relativamente pocos representantes de otras regiones del Reino Unido.

Todos los integrantes del CPM deben desempeñar el cargo a tiempo completo. Resulta prácticamente inconcebible que un juez del tribunal supremo o un regulador financiero relevante ocupe ese cargo a tiempo parcial y que al mismo tiempo continúe ejerciendo alguna otra profesión. De igual forma, la importancia y las complejidades inherentes a la formulación de la política monetaria exigen que los integrantes del CPM desempeñen el cargo a tiempo completo, lo cual reforzará considerablemente la capacidad del comité para actuar de forma resuelta y oportuna ante circunstancias que evolucionan con rapidez.

Los procedimientos de toma de decisiones también son clave para promover la responsabilidad individual y mitigar el riesgo de pensamiento de grupo. En el pasado, la frase *decisiones por consenso* solía tener connotaciones ampliamente positivas. Sin embargo, la gestión organizativa moderna reconoce que tales prácticas tienden a desincentivar el pensamiento innovador y a marginar a quienquiera que tenga un punto de vista diferente (*ajeno al consenso*). Por lo tanto, cada decisión del CPM debería someterse a votación, y todos los integrantes del CPM deberían asumir la responsabilidad de sus opiniones individuales.

Al analizar los episodios inflacionarios de los años setenta, una enseñanza fundamental que se extrajo fue que las decisiones de política monetaria tienen que permanecer blindadas frente a la interferencia política. De hecho, un fruto de esta enseñanza fue el fortalecimiento de la independencia del banco central establecida por ley en muchas jurisdicciones; principalmente, regulaciones que garantizan que los funcionarios del banco central solo pueden ser cesados por actos ilegales. Para reforzar esta independencia se establecen mandatos escalonados de los miembros del CPM, nombrando a cada miembro para un solo mandato no renovable, y garantizando que el proceso de nombramiento sea sistemático y transparente y que no esté a discreción de un solo funcionario gubernamental (Archer y Levin, 2019).

Comunicación eficaz

Los miembros del CPM no deben verse obligados a *hablar con una sola voz* en sus intervenciones públicas; más bien, deben asumir la responsabilidad de transmitir sus propias opiniones acerca de cuestiones complejas en torno a las cuales expertos con criterios razonables pueden discrepar. Para evitar la disonancia, el CPM debe seguir la práctica establecida en el sistema judicial, en virtud de la cual un panel de jueces comunica cada decisión presentando el fallo de la mayoría junto con las opiniones concordantes y las voces disidentes. Desde hace tiempo, este método ha demostrado que aclara los argumentos que sustentan la decisión de la mayoría y la lógica detrás de las opiniones discrepantes. Asimismo, este modo de comunicar las decisiones de política monetaria puede apuntalar la confianza del público en que las decisiones las está tomando un equipo diverso de expertos.

El CPM no debe centrarse simplemente en esbozar las características de las perspectivas de base. Los gráficos de puntos denotan la diversidad de opiniones acerca del escenario base, pero no aportan información sobre los riesgos. Los gráficos de abanico permiten visualizar la incertidumbre en torno a las perspectivas de base, pero no presentan ninguna información sobre los riesgos que se consideran más prominentes.

Por lo tanto, en sus deliberaciones y comunicaciones sobre políticas, el CPM tiene que analizar escenarios y elaborar planes de contingencia. Concretamente, las autoridades tienen que determinar los riesgos sustanciales y considerar medidas de política que puedan mitigarlos, o medidas que probablemente se adoptarían de materializarse un escenario. Esta estrategia se ejecuta en paralelo con las pruebas de tensión que los reguladores bancarios ahora realizan en muchas jurisdicciones. De hecho, el CPM debe *someter la política monetaria a pruebas de tensión* (Levin, 2014; Bordo, Levin y Levy, 2020).

La política monetaria afecta de forma directa a prácticamente toda la gente: los costos de los bienes y servicios que pagan los consumidores, las oportunidades de empleo y los salarios de los trabajadores y la tasa de rendimiento del ahorro de los jubilados. Por ende, no basta con que las autoridades se comuniquen en términos técnicos con un público reducido de participantes del mercado financiero; lo que se necesita es una gama de herramientas de comunicación para explicar las decisiones de política a familias y empresas comunes y corrientes.

Implicaciones más amplias

Estas consideraciones destacan lo importante que es reformar la gestión de gobierno para garantizar que la política

No basta con que las autoridades se comuniquen en términos técnicos con un público reducido de participantes del mercado financiero; lo que se necesita es una gama de herramientas de comunicación para explicar las decisiones de política.

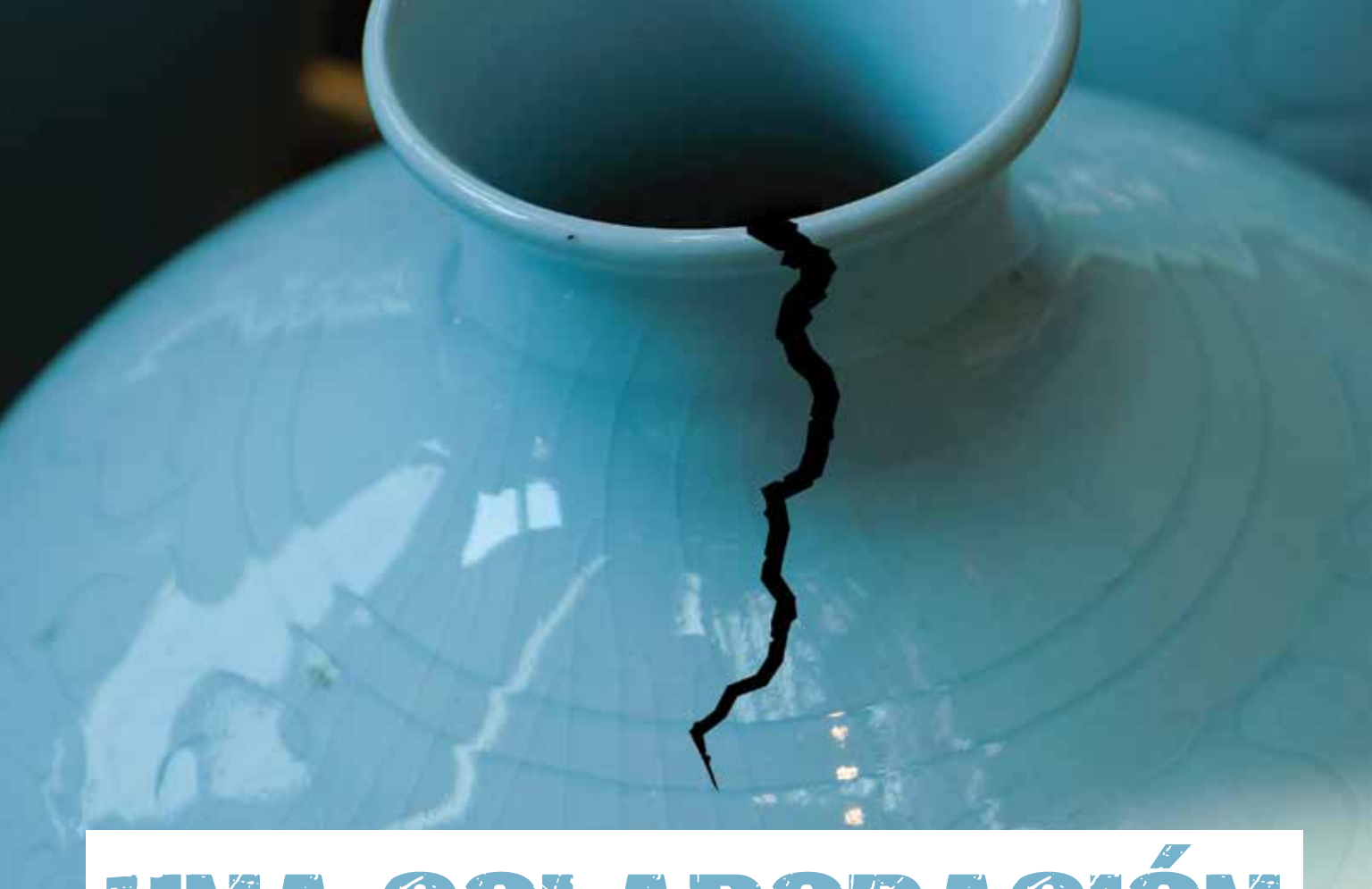
monetaria esté definida por un equipo diverso de expertos a tiempo completo, con responsabilidad compartida sobre la toma de decisiones. Estos mecanismos también deben incorporarse en otros aspectos de la banca central, como la regulación macroprudencial, el suministro de liquidez de emergencia y la supervisión del sistema de pagos. Con estas reformas, la gestión de gobierno de los bancos centrales quedará alineada con las prácticas óptimas de los organismos públicos y de las instituciones privadas.

Las experiencias recientes han puesto de manifiesto los peligros del pensamiento de grupo, el cual puede desembocar en trastocamientos bruscos de las políticas que socavan la credibilidad del banco central y merman la eficacia de la política monetaria. Reformar la gestión de gobierno será crucial para garantizar que la formulación de la política monetaria sea eficaz a la hora de hacer frente a los inevitables retos complejos y cambiantes de los próximos años y decenios. **FD**

DAVID G. BLANCHFLOWER y ANDREW T. LEVIN son profesores de Economía en Dartmouth College.

Referencias:

- Archer, D., and A. Levin. 2019. "Robust Design Principles for Monetary Policy Committees." In *RBA Annual Conference Volume*, edited by J. Simon, 233–51. Sydney, Australia: Reserve Bank of Australia.
- Blanchflower, D. 2008. "Inflation, Expectations, and Monetary Policy." Speech given at the Royal Society of Edinburgh, April 29, 2008.
- Blanchflower, D. 2021. *Not Working: Where Have All the Good Jobs Gone?* Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Bordo, M., A. Levin, and M. Levy. 2020. "Incorporating Scenario Analysis into the Federal Reserve's Policy Strategy and Communications." NBER Working Paper 27369, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Levin, A. 2014. "The Design and Communication of Systematic Monetary Policy Strategies." *Journal of Economic Dynamics and Control* 49 (December): 52–69.



UNA COLABORACIÓN NADA CONVENCIONAL

A veces, las autoridades fiscales y monetarias tienen que saltarse las normas y actuar unidas

Giancarlo Corsetti

Desde la victoria sobre la inflación en la década de 1980, la política económica de las economías avanzadas viene convergiendo hacia el modelo que conforma la actual forma de pensar. Gracias a la fijación de metas de inflación baja, la política monetaria puede estabilizar la actividad económica. De esta forma, las autoridades fiscales se libran de tener que ajustar sus políticas en apoyo a la demanda agregada, con lo cual pueden centrarse en prestar servicios públicos y perseguir objetivos redistributivos. Lo ideal sería dejar la contribución de la política fiscal a la estabilización anticíclica en manos de los estabilizadores automáticos, como el seguro de desempleo.

La mejor forma de implementar estas políticas es hacerlo a través de instituciones independientes

cuyo mandato defina claramente sus objetivos. La coordinación explícita de las autoridades fiscales y monetarias lleva a confundir responsabilidades y suele dirigir erróneamente los instrumentos (p. ej., financiamiento monetario del déficit), cosa que puede menoscabar la credibilidad y, por tanto, la efectividad de una política. Asimismo, el modelo tiene un componente internacional: los países que mantienen su casa en orden contribuyen a la estabilidad y el bienestar mundiales.

Por qué son necesarias las reformas

En los últimos tiempos, se han detectado varias “grietas”. En primer lugar, en un entorno de baja inflación, las tasas de interés nominales son en promedio reducidas, lo cual deja poco margen para recortes

expansivos, lo que se conoce como restricción del límite inferior efectivo. Esto puede impedir que las autoridades monetarias proporcionen el necesario estímulo anticíclico. En segundo lugar, cuando la deuda pública es elevada, las autoridades monetarias y reguladoras —aunque sobre el papel sean independientes— pueden verse presionadas a actuar en favor de la sostenibilidad presupuestaria; por ejemplo, manteniendo las tasas de interés en niveles demasiado bajos durante demasiado tiempo. El problema cobra especial importancia cuando los shocks inflacionarios exigen una respuesta de política monetaria viable. En tercer lugar, cuando la deuda y el apalancamiento privados son altos y están inmersos en mercados financieros, una deuda pública elevada genera vulnerabilidad sistémica a crisis de liquidez y solvencia, lo cual también podría lastrar en exceso la ejecución de la política monetaria y fiscal.

Desde la crisis financiera mundial, estas “grietas” ya han obligado a introducir cambios en la estructura institucional de la política económica. En muchos países, la facultad de supervisar, regular y resolver en el sector bancario ya no se encuentra delegada a instituciones específicas, sino que se ha devuelto a los bancos centrales. Estos han ampliado sus políticas no convencionales y han dejado que sus balances crecieran sobremanera, a través de la compra de bonos públicos y otros activos. Estas políticas podrían repercutir de forma significativa en la desigualdad de ingresos y riqueza, cruzándose en el camino de la política fiscal. La política macroprudencial es ahora un elemento destacado del diseño de regulaciones. Más allá de las fronteras, los bancos centrales han creado amplias líneas de crédito recíproco con sus contrapartes para abordar los problemas de liquidez internacional.

Es evidente que no se ha logrado aplacar la vulnerabilidad económica a los grandes shocks. Si acaso, las economías deberían aumentar su resiliencia para enfrentar los desafíos climáticos, energéticos, demográficos, geopolíticos y de inclusión social. Se plantea pues el interrogante de si el modelo de política económica requiere de nuevas reformas y, en especial, si la estabilización necesita la coordinación y participación más estrecha de las instituciones de toma de decisiones, tanto a escala nacional como internacional. En caso afirmativo, ¿cómo tendría que ser esta coordinación?

No tenemos la respuesta, pero la teoría y la historia nos brindan importantes enseñanzas que posiblemente nos ayudarán a estructurar nuestro pensamiento.

La (r)evolución de la “combinación de medidas de política económica”

En la teoría económica clásica, el funcionamiento de la combinación de medidas de política económica se ilustra mediante el modelo del “embudo” del premio Nobel James Tobin: el estímulo tiene su origen en dos grifos, M (el monetario) y F (el fiscal), pero la cantidad que fluye hasta la economía es independiente de las contribuciones

relativas de M y F. Ese mismo estímulo agregado (es decir, la demanda nominal) puede generarse con dinero en efectivo y un presupuesto ajustado, o lo contrario. El valor social de las expansiones fiscales anticíclicas es mayor allí donde las tasas de política monetaria se encuentran atrapadas en el límite inferior efectivo y la inflación se mantiene persistentemente por debajo de la meta fijada. Por lo tanto, disponer de un amplio margen de maniobra fiscal para aplicar los presupuestos en una situación tal es indispensable para que la estabilización sea efectiva. Esto es lo que incentiva el ahorro presupuestario precautorio —controlar el gasto y/o mantener los ingresos tributarios— durante la fase expansiva del ciclo.

La teoría reciente brinda una nueva perspectiva sobre la forma en que las interacciones F y M pueden estabilizar conjuntamente una economía en riesgo de espiral deflacionaria. Con las tasas de interés situadas en el límite inferior efectivo, cuando una demanda reducida genera deflación, provoca la subida de las tasas de interés reales, lo cual deprime todavía más la demanda. Supongamos que, para eludir esta espiral, la autoridad fiscal amplía temporalmente el déficit, comprometiéndose a no subir los impuestos ni recortar el gasto. Esto significa que, en igualdad de condiciones, la deuda deja de ser sostenible y los mercados financieros podrían empezar a cobrar una prima de riesgo. Supongamos, no obstante, que ante un déficit tal el banco central, también de forma temporal, se compromete a garantizar el valor facial del saldo de los pasivos del gobierno, en términos nominales (para descartar el riesgo de quiebra total) y no reacciona a las variaciones en la inflación. De esta forma, el banco central permite *de facto* que la economía siga adelante sin disminuir el déficit. Siempre y cuando el sector privado no anticipe estas políticas y/o el plazo de vencimiento del saldo nominal total de pasivos del gobierno sea suficientemente largo, el subsiguiente incremento del nivel de precios reducirá el valor real de la deuda pública, de acuerdo con el valor actualizado del superávit primario.

Cabe señalar aquí la complejidad de esta estrategia, cuyo éxito se basa en la idea de que, en circunstancias especiales, las autoridades fiscales y monetarias pueden beneficiarse de una acción concertada, de maneras que, en circunstancias normales, resultarían especialmente inapropiadas. El presupuesto genera una deuda insostenible; el banco central la monetiza *de facto*. Sin embargo, para que esta combinación funcione, la suspensión de las normas de buena conducta debe ser temporal y limitarse a circunstancias excepcionales. No es un camino de rosas: las políticas lograrán su cometido solo allí donde las normas constitucionales sean estrictas y las instituciones monetarias y fiscales sean fuertes e independientes. Aun así, cabe señalar que estas deberían funcionar también a la inversa: por el mismo mecanismo, registrar un superávit presupuestario que incremente el valor real de la deuda ayudaría a reducir la inflación.

Restablecer la moderación

Por las razones expuestas anteriormente, la estabilidad financiera, macroeconómica y de precios aplica un estricto requisito conjunto a la política monetaria y presupuestaria. Los bancos centrales deben perseguir la estabilidad de precios a mediano y largo plazo. Las autoridades fiscales deben garantizar la sostenibilidad de la deuda, ajustando sus políticas con arreglo a los objetivos de inflación del banco central. En la práctica, el gobierno debe elevar de forma confiable —y con suficiente intensidad— el superávit primario estructural en respuesta a cualquier aumento del saldo de deuda.

Son muchos los argumentos a favor de ceñirse a estas normas políticas en el actual entorno de inflación y deuda elevadas. En primer lugar, incluso si una inflación inesperada puede proporcionar cierto alivio fiscal a corto plazo, ceder a un régimen de inflación alta y variable termina obligando a los mercados a cobrar una prima por inflación, es decir, tasas de interés superiores. Por tanto, es seguro que elevará los costos del endeudamiento público y empeorará las perspectivas fiscales. En segundo lugar, como la consolidación fiscal (recortes del gasto o subida de impuestos) contribuye a contener la demanda agregada, facilita el trabajo al banco central; la contracción monetaria puede ser menos grave.

De todos modos, la explosión de los pasivos públicos durante los años de COVID-19 pone a prueba la resiliencia del modelo. Es posible que el ajuste necesario de los superávits primarios resulte complicado de conseguir y mantener, por motivos tanto políticos como económicos. Es posible que, una vez la actual crisis inflacionaria se haya desvanecido, el mundo recupere un escenario de estancamiento secular, con tasas de interés reales (r) reducidas, inferiores a la tasa de crecimiento (c). Esto, sin embargo, no sirve de consuelo. Si r menos c es negativo, contribuiría a contener la dinámica deuda/PIB, pero probablemente tendría otras consecuencias negativas, como un reducido crecimiento de la productividad. Los gobiernos podrían sentirse presionados a tener déficits muy amplios, por motivos económicos o sociales; el alto nivel de deuda todavía podría dar lugar a primas por riesgo elevadas, que desestabilizarían sistemáticamente las perspectivas fiscales.

Un banco de pruebas para el modelo

Después de la crisis financiera mundial, la mayoría de los bancos centrales proporcionaron un mecanismo de apoyo monetario a la deuda pública. Es decir, ya sea de forma implícita o explícita, estaban preparados para intervenir en el mercado de deuda pública y evitar las subidas de los costos de endeudamiento vinculadas a las expectativas de incremento de las tasas de interés. Un claro ejemplo de ello es el programa de Operaciones Monetarias de Compraventa creado por el Banco Central Europeo en 2012.

El éxito de un mecanismo de apoyo monetario no depende de que el banco central adquiera realmente bonos públicos. Su mejor función es la de amenazar de forma creíble con una intervención, para disuadir la especulación en el mercado (en jerga económica, evita que los inversionistas coordinen sus expectativas sobre un equilibrio de tasas de interés elevadas). No obstante, la credibilidad de esta amenaza está supeditada a varias condiciones, la más importante de las cuales es la cooperación de las autoridades fiscales. ¿Por qué? Pues porque las compras de bonos exponen al banco central al riesgo de pérdidas de balance. Tales pérdidas obligarían a las autoridades monetarias a poner en marcha la impresión de moneda y, por tanto, desviarse del mandato de estabilidad de precios. A menos que el Tesoro ofrezca garantías fiscales contingentes sobre el balance del banco central (es decir, que transfiera dinero a este en caso de pérdidas), los inversionistas podrían poner en duda que las autoridades monetarias realmente asumiesen el riesgo e interviniesen en el mercado.

Si está bien diseñado, un mecanismo de apoyo monetario puede imposibilitar las crisis de riesgo soberano autocumplido, pero, en última instancia, la estabilidad depende de la política fiscal. A menos que la deuda, condicionada al mecanismo de apoyo, siga una trayectoria sostenible, la intervención del banco central en el mercado de deuda pública solo logrará desestabilizar las expectativas de inflación. La economía seguiría siendo vulnerable a las expectativas de inflación autocumplidas que impulsan al alza los costos de endeudamiento tanto nominales como reales para el gobierno.

Son riesgos importantes los que enfrentan las economías avanzadas y algunas economías de mercados emergentes, cuya deuda está denominada (principalmente) en moneda nacional y el banco central goza de independencia. Un entendimiento creíble entre las autoridades fiscales y monetarias en cuanto a la forma de actuar consensuadamente para contener la vulnerabilidad a las crisis provocadas por las expectativas es uno de los elementos básicos de un régimen de política económica confiable. **FD**

GIANCARLO CORSETTI es titular de la cátedra Pierre Werner y profesor de Economía del Instituto Universitario Europeo.

Lecturas complementarias:

Bartsch, Elga, Agnès Bénassy-Quéré, Giancarlo Corsetti, and Xavier Debrun, eds. 2020. *Geneva 23: It's All in the Mix: How Monetary and Fiscal Policies Can Work or Fail Together*. London: CEPR Press.

Corsetti, Giancarlo, and Luca Dedola. 2016. "The Mystery of the Printing Press: Monetary Policy and Self-Fulfilling Debt Crises." *Journal of the European Economic Association* 14 (6): 1329–371.

Corsetti, Giancarlo, Luca Dedola, Marek Jarociński, Bartosz Maćkowiak, and Sebastian Schmidt. 2019. "Macroeconomic Stabilization, Monetary-Fiscal Interactions, and Europe's Monetary Union." *European Journal of Political Economy* 57 (March): 22–33. See also references within.

Zhang, Tongli. 2021. "Monetary Backstop and Sovereign Default on Domestic Debt." Johns Hopkins University Department of Economics, Baltimore, MD.



INFLUIR EN LAS EXPECTATIVAS

Las encuestas muestran que las expectativas de inflación de los hogares son menos estables de lo que se pensaba

Michael Weber

Los precios son, al menos en parte, lo que los consumidores esperan que vayan a ser. Es por ello que las autoridades monetarias vigilan de cerca las expectativas de inflación, que afectan el comportamiento de los consumidores hoy en día.

Sin embargo, poco se sabe sobre cómo se forman las expectativas de los consumidores. Los bancos centrales suelen centrar su atención en los analistas profesionales y los mercados financieros y no en los hogares, porque los economistas tienden a asumir

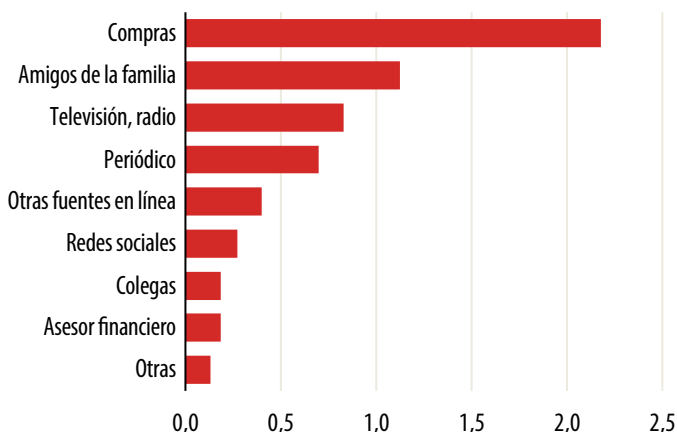
que las expectativas de inflación de los hogares están bien definidas (es decir, no varían en respuesta a la evolución a corto plazo). Aun así, cuando en 2018 preguntamos a 25.000 estadounidenses cuál creían que era la tasa de inflación promedio en Estados Unidos, menos del 20% de los encuestados respondió “aproximadamente el 2%”. Casi el 40% indicó una cifra superior al 10% (Coibion, Gorodnichenko y Weber, 2022).

No solo las expectativas de la mayoría de los hogares no están bien definidas, sino que también

Expectativas de inflación

Cuando van de compras, los consumidores basan en gran parte sus expectativas de inflación en las tendencias de los precios.

(fuentes de información en que se basan las expectativas de inflación de los consumidores)



Fuente: Cálculos basados en los datos de la encuesta Chicago Booth Expectations and Attitudes Survey (D'Acunto *et al.*, 2021).

Nota: Este gráfico muestra los valores promedio. Los participantes deben elegir (de una lista) las tres fuentes más relevantes que les vienen a la mente. A la primera fuente se le asigna el valor 3, a la segunda, el valor 2, a la tercera, el valor 1, y a todas las demás fuentes, el valor 0. Los encuestados pueden elegir menos de tres fuentes (o ninguna).

suelen *sobrestimar* la inflación futura. Utilizamos datos de la encuesta de la Reserva Federal de Nueva York sobre las expectativas de los consumidores y hallamos que, entre 2011 y 2018, los hombres esperaban que la inflación aumentara aproximadamente, en promedio, un 4% en 12 meses, mientras que las mujeres esperaban una tasa del 6% (una diferencia que se mantiene con independencia del nivel de educación financiera). En realidad, la inflación promedio fue *inferior* al 2% (D'Acunto, Malmendier y Weber, 2021).

Esto sugiere que podría haber una “brecha de género” en las expectativas de inflación. Para confirmar si este es el caso, hablamos con cabezas de familia, tanto hombres como mujeres, responsables de hacer las compras para sus hogares. En promedio, las mujeres esperan una inflación más alta que los hombres, pero esto es así solo en los “hogares tradicionales”, donde las mujeres son quienes hacen las compras. En familias donde el hombre es quien hace las compras, la diferencia desaparece.

Para entender mejor cómo la exposición a las variaciones de precios influye en las expectativas, realizamos otra encuesta en la que preguntamos a los participantes directamente qué fuentes de información consideran más importantes a la hora de calcular la

inflación (D'Acunto *et al.*, 2021). Resulta que los hogares situaron la compra de comestibles como la fuente de información más relevante (véase el gráfico).

Para poner esto a prueba de nuevo, utilizamos datos de los 50.000 hogares que participan en el panel de NielsenIQ Homescan. Con información sobre qué compran las familias, dónde compran y cuánto pagan, elaboramos un índice de precios específico de los hogares y hallamos que, en promedio, las familias más afectadas por la inflación esperaban una tasa de inflación 0,7 puntos porcentuales más alta que otros hogares.

Sin embargo, no todas las variaciones de precios son igualmente importantes. Si afectan a las categorías de productos que son importantes para los consumidores, o de alimentos que consumen habitualmente —como la leche y los huevos—, se observan aumentos inmediatos en las expectativas de inflación general, tanto en épocas de inflación alta como baja. Los hogares también suelen prestar más atención a las alzas de precios que a las bajadas. Estos factores explican por qué las familias cambiaron sus expectativas de inflación en el verano de 2021, cuando la mayoría de los bancos centrales seguían predicando presiones inflacionarias temporales: los precios aumentaron en las categorías que más les preocupaban a los consumidores. Lo que es más importante, estos hallazgos implican que, aun cuando los bancos centrales consigan contener la inflación a corto plazo, llevará un tiempo hasta que las expectativas de inflación de los hogares vuelvan a bajar.

Cuanto más sencillo, mejor

Existe otro factor que contribuye a las expectativas de inflación de los hogares: la comunicación. Cuanto más complejas son las políticas, más difíciles son de explicar y, por tanto, menor la probabilidad de influir en las expectativas. En D'Acunto *et al.* (2020), comparamos el impacto de anuncios de futuros aumentos del impuesto sobre el consumo con la orientación de expectativas (una declaración que indica la probable orientación futura de la política monetaria). Según el prisma del modelo nekeynesiano, ambas políticas deberían tener el mismo efecto sobre las expectativas de inflación. Sin embargo, difieren de forma bastante significativa en su complejidad y en la comprensión necesaria de la economía.

Los datos lo confirman. Utilizamos la versión alemana de la encuesta a consumidores de la Comisión Europea y hallamos que los alemanes cambiaron sus expectativas de inflación y sus planes de gasto solo tras el anuncio de la entonces Canciller Angela Merkel, en noviembre de 2005, de que los impuestos

sobre el consumo aumentarían en 3 puntos porcentuales en enero de 2007. En cambio, el anuncio en el verano de 2013 del entonces Presidente del Banco Central Europeo (BCE), Mario Draghi, de que las tasas de interés se mantendrían en los niveles actuales o que disminuirían (la primera vez que el BCE utilizó de forma explícita la orientación de expectativas como herramienta de política) no tuvo ningún impacto en las expectativas de inflación de los hogares alemanes o en sus patrones de gasto.

Dados estos hallazgos, realizamos una serie de encuestas sobre cómo los bancos centrales podrían comunicar sus políticas de forma más eficaz. Por ejemplo, preguntamos a miles de personas en Finlandia (D'Acunto *et al.*, 2020) sobre las expectativas de que sus ingresos cambiaran y sobre sus características sociodemográficas, y después dividimos la muestra en tres grupos: un grupo de control que no recibió nueva información y dos grupos que sí la recibieron. A estos dos grupos les proporcionamos información veraz sobre las medidas de política adoptadas por el BCE en la primavera de 2020, para lo que utilizamos los mensajes de la cuenta oficial de Twitter de Olli Rehn, gobernador del banco central de Finlandia. Pero el contenido variaba según el grupo. Un grupo recibió una comunicación “objetivo”, es decir, un mensaje que especifica el objetivo de una política sin explicar las medidas que el banco central aplicaría para lograrlo. Otro grupo recibió información sobre el “instrumento”, la política específica que se implementó para lograr el objetivo. Se volvió a preguntar a todos los encuestados las mismas preguntas. Nuestros resultados muestran que solo la comunicación que especifica el objetivo mejora efectivamente las expectativas de ingreso de las personas.

En Coibion, Gorodnichenko y Weber (2022), nos centramos en el medio de transmisión del mensaje. Hallamos que utilizar términos sencillos como “inflación actual”, “meta de inflación” o “pronóstico de inflación” resulta más eficaz para controlar las expectativas de inflación de las personas. No hay duda de que la fuente de información es importante: la cobertura de la Reserva Federal en los periódicos, aunque más sencillo de leer, tiene menos impacto sobre las expectativas que las declaraciones oficiales del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal. Esto se debe a la valoración que hacen los hogares estadounidenses de la credibilidad de las distintas fuentes de noticias. Cuando se trata de información sobre economía, la clasificación promedio de los periódicos es baja, mientras que la de las redes sociales y Twitter es alta. Estos resultados sugieren que los bancos centrales no pueden depender solo de los medios de comunicación para transmitir a los hogares los anuncios sobre política monetaria.

La identidad de quien envía el mensaje también influye en la eficacia de las comunicaciones sobre la política monetaria. En D'Acunto, Fuster y Weber (2021), hallamos que aun cuando el mensaje y los pronósticos sean los mismos,

No solo las expectativas de la mayoría de los hogares no están bien definidas, sino que también suelen *sobrestimar* la inflación futura.

la probabilidad de que las mujeres y las personas de color encuestadas cambien sus expectativas es mayor cuando el mensaje procede de Mary Daly o Raphael Bostic, una mujer presidente regional y un presidente de color regional de la Reserva Federal, que cuando procede de Thomas Barkin, un presidente regional blanco de esa misma institución. El énfasis en la presencia de mujeres u hombres de color en el Comité de Mercado Abierto aumenta la confianza en la Reserva Federal de las mujeres y las personas de color encuestadas, y despierta el interés por la información sobre política monetaria.

En conclusión

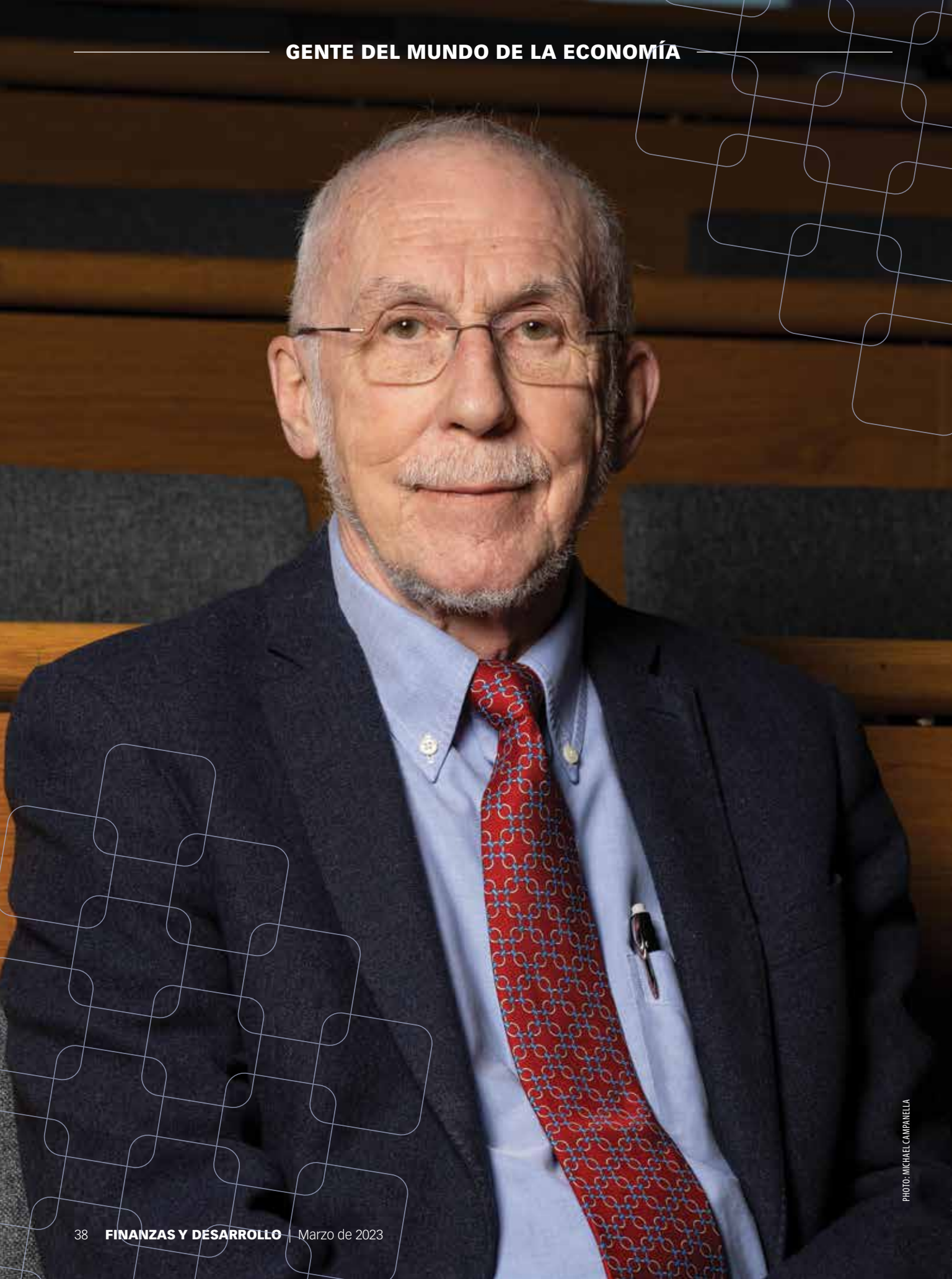
De forma conjunta, estos resultados muestran que, en general, las expectativas de inflación de los consumidores no están bien establecidas. Los consumidores se enfocan en las variaciones de precios de los productos que son importantes para ellos y prestan más atención al aumento de los precios que a la baja.

Si bien los bancos centrales podrían controlar las expectativas de los hogares utilizando mensajes sencillos, el medio que transmite el mensaje y la identidad de la persona que lo hace son importantes. Llegar a las familias corrientes, que no suelen seguir los comunicados oficiales, sigue siendo el reto más importante que deben afrontar los bancos centrales. El empleo de comunicaciones creativas y claras podría solventar esta deficiencia. [FD](#)

MICHAEL WEBER es profesor asociado de Finanzas en la Booth School of Business de la Universidad de Chicago.

Referencias:

- Coibion, Olivier, Yuriy Gorodnichenko, and Michael Weber. 2022. “Monetary Policy Communications and Their Effects on Household Inflation Expectations.” *Journal of Political Economy* 130 (6): 1537–584.
- D'Acunto, Francesco, Daniel Hoang, Maritta Paloviita, and Michael Weber. 2020. “Effective Policy Communication: Targets versus Instruments.” BFI Working Paper, Becker Friedman Institute for Economics, University of Chicago.
- D'Acunto, Francesco, Ulrike Malmendier, and Michael Weber. 2021. “Gender Roles Produce Divergent Economic Expectations.” *Proceedings of the National Academy of Sciences* 118 (21): 1–10.
- D'Acunto, Francesco, Ulrike Malmendier, Juan Ospina, and Michael Weber. 2021. “Exposure to Grocery Prices and Inflation Expectations.” *Journal of Political Economy* 129 (5): 1615–639.
- D'Acunto, Francesco, Andreas Fuster, and Michael Weber. 2021. “Diverse Policy Committees Can Reach Underrepresented Groups.” BFI Working Paper, Becker Friedman Institute for Economics, University of Chicago.



REVOLUCIONARIO DE LA BANCA CENTRAL

*Prakash Loungani traza una semblanza del exbanquero central sueco
Lars E. O. Svensson, un líder de la revolución de las metas de inflación*

Estos son tiempos complejos para las autoridades de los bancos centrales. El repentino aumento de la inflación en 2021 tomó a muchos bancos centrales por sorpresa. “Ahora comprendemos mejor cuán poco comprendemos la inflación”, declaró el año pasado el presidente de la Reserva Federal Jay Powell.

Los desafíos habrían sido mucho más difíciles de no haber sido por las importantes mejoras de la banca central logradas en las últimas tres décadas; concretamente, los avances en un marco conocido como metas de inflación. Si bien poner en marcha esos cambios ha sido un esfuerzo conjunto, una de las personas responsables es Lars E. O. Svensson, ex vicegobernador del Riksbank de Suecia, que actualmente se desempeña como profesor adscripto en la prestigiosa Escuela de Economía de Estocolmo.

“Los aportes de Lars en temas fundamentales de política monetaria han sido enormes”, le dijo a F&D Ben Bernanke, expresidente de la Fed y ganador del premio Nobel en 2022. “Su creatividad e independencia de pensamiento son verdaderamente notables”.

En un marco de metas de inflación, los bancos centrales se comprometen expresamente con un objetivo de inflación a largo plazo y trabajan para alcanzarlo moviendo las tasas de interés de referencia, que ellos controlan. Aumentar las tasas de interés, como están haciendo ahora los bancos centrales, por ejemplo, tiende a enfriar la inflación al restringir el gasto en viviendas y otros bienes sensibles al interés. Svensson fue un precoz converso a las metas de inflación. Desde entonces, ha sido su firme defensor, impulsando a las autoridades de los bancos centrales a mejorar el marco de forma continua, en particular, siendo abiertos ante el público acerca del rumbo que debe seguir la política futura para lograr la meta de inflación.

Las mejoras de la gestión monetaria propugnadas por Svensson y otros ayudaron a los bancos centrales del mundo a evitar que la crisis financiera de 2007 se convirtiera en otra

Gran Depresión. En su función de vicegobernador, Svensson ayudó al Riksbank a gestionar con éxito las fases tempranas de la crisis.

Llegar allí

Ese no era el rumbo que Svensson imaginó que tomaría su vida. En 1971, completó una maestría en Física y Matemática Aplicada en el Real Instituto de Tecnología de Estocolmo. Durante un lapso “sabático” para decidir qué haría luego, se inscribió en algunos cursos de pregrado de Historia Económica. Uno de los profesores le aconsejó cambiar a Economía, señalando que las perspectivas laborales eran buenas para los economistas en Suecia. “Fue uno de los mejores consejos que recibí en mi vida”, le dijo Svensson a F&D.

Luego obtuvo su doctorado en Economía en Estocolmo, y también pasó un año en el Instituto Tecnológico de Massachusetts. Allí tuvo como profesores a los premios Nobel Paul Samuelson, Robert Solow y Peter Diamond, al exvicepresidente de la Fed Stan Fischer y al economista jefe de Google, Hal Varian. Entre sus compañeros estuvieron el premio Nobel Paul Krugman, el execonomista jefe del FMI Olivier Blanchard, el expresidente del Banco Central Europeo y ex primer ministro de Italia Mario Draghi, y el exgobernador de la Fed Frederic Mishkin. “La red que se formó ese año me ha ayudado enormemente a través de los años”, dice Svensson.

Desempeñó su primer trabajo en el Instituto de Estudios Económicos Internacionales de la Universidad de Estocolmo. En los años setenta y ochenta, se concentró mayormente en Teoría Económica y Economía Internacional. Su amigo y también colega y colaborador de larga data, Torsten Persson, describe cómo era trabajar con Svensson por aquellos tiempos. “En su trabajo, se mantiene en sus trece a menos que llegue alguien con una mejor intuición y un modelo formal”, dice Persson. “También toma en serio sus pasatiempos: juntos fuimos ávidos marineros; luego él se pasó a la escalada en roca, que practica con mucha pasión”.

Metas de inflación

En los años noventa, Svensson dirigió de lleno su atención a la economía monetaria, motivado en parte por su función como asesor externo del Riksbank. Eran tiempos turbulentos. La economía había quedado a la deriva después de que la vinculación del tipo de cambio de la corona sueca con la ECU colapsara en 1992, pese al heroico intento del banco central de defenderla elevando las tasas al 500%. A Svensson y un pequeño grupo de economistas internos y externos se les dio un plazo de dos semanas para asesorar al Riksbank sobre un nuevo marco monetario.

Afortunadamente, había a mano un prototipo. En 1989–90, el Banco de Reserva de Nueva Zelanda había adoptado un sistema de metas de inflación, que resultó exitoso para reducir la inflación drásticamente. El Banco de Canadá también había pasado a fijar metas de inflación en 1991 y había reducido con éxito la inflación a 2%. En un informe presentado al Riksbank, Svensson sostuvo que había “fuertes razones” para que la política monetaria apuntara a “un rango limitado para la tasa de inflación”. A principios de 1993, el Riksbank adoptó metas de inflación con un objetivo a largo plazo de 2%, a ser alcanzado para 1995, respecto al cual el Riksbank se mantuvo por debajo en los años siguientes.

A fines de la década de los noventa y en los años 2000, Svensson se dedicó a exponer el éxito del sistema de metas de inflación y a elaborar mejoras. Para 2001, se había trasladado al prestigioso departamento de Economía de la Universidad de Princeton, donde una serie de profesores —entre ellos Bernanke; Krugman; el exvicepresidente de la Fed, Alan Blinder, y el influyente economista Michael Woodford— estaban inmersos en una tarea similar. Scott Sumner, un destacado teórico monetario de la Universidad George Mason, los apodó la “Escuela Princeton”, a la cual le reconoce haber logrado cambios en la banca central que fueron decisivos para afrontar la Gran Recesión.

Una de las primeras contribuciones de Svensson fue instar a los bancos centrales a que implementaran metas de inflación de manera flexible, reconociendo su doble responsabilidad de mantener la inflación cercana a la meta y la economía cerca del pleno empleo. Por estos días, le dijo Svensson a F&D, “casi ningún banco central tiene una manía con la inflación”, aludiendo a una expresión acuñada por el exgobernador del Banco de Inglaterra Mervyn King para referirse a los bancos centrales obsesionados con la inflación a expensas del empleo.

Metas de inflación con base en pronósticos

Una contribución aún más crucial de Svensson ha sido impulsar a los bancos centrales a fijar metas de inflación con base en pronósticos. En el esquema de metas de inflación, los bancos centrales ya estaban siendo más

transparentes al anunciar y explicar su última decisión de política. Svensson argumentaba que los bancos centrales debían avanzar más. Como el impacto de las medidas de política monetaria se desplegaba con un largo rezago, era importante que los bancos centrales comunicaran sus planes futuros a los mercados y al público.

En un célebre trabajo de 1997, Svensson recomendó que los bancos centrales definieran un sendero para las tasas actuales y futuras, de modo que sus propios pronósticos de inflación y empleo “se verían bien” por lograr que con el tiempo la economía alcanzara la tasa meta de inflación y el pleno empleo. “Imaginemos que la meta de inflación es 2%”, explica Sumner de la Universidad George Mason. “Establecemos políticas de modo que también se pronostique [que se llegará a] un 2% de inflación... Esto es mero sentido común. ¿Por qué no establecer [el sendero de futuras] tasas de referencia para así esperar que la política dé buenos resultados?”.

Y sin embargo, antes del trabajo de Svensson, los bancos centrales eran propensos a suponer un sendero para las tasas de referencia que los llevaría a quedar por debajo o por arriba de sus metas. “Era como si el capitán que dirige un barco a través del Atlántico hubiera colocado el timón en una posición destinada a que la nave terminara desviada 200 millas al llegar al otro lado del océano”, escribió Sumner.

Algunos bancos centrales, como el Norges Bank (el Banco de Noruega), el Riksbank y el Banco Nacional Checo, comenzaron a publicar su sendero de tasas de interés en línea con las recomendaciones de Svensson y siguiendo el ejemplo del banco central de Nueva Zelanda. Muchos otros adoptaron prácticas que iban considerablemente en esa dirección. La labor de Svensson contribuyó a propiciar un enfoque más prospectivo de la política monetaria y una disposición para innovar en momentos de crisis, dice Robert Tetlow, asesor principal de la Fed y colaborador de Svensson.

“Al asesorar a los bancos centrales, Lars siempre ha logrado ser preternaturalmente calmo pero duro, cortés pero directo”, le dijo Tetlow a F&D. Philip Turner, un ex alto funcionario del Banco de Pagos Internacionales (BPI), recuerda que “en una conferencia del Banco de Japón en 2000, Svensson fue uno de los primeros” en instar a que se tomaran medidas radicales de política monetaria. “Japón ya se ha perdido una década por estancamiento económico y deflación”, afirmó tajantemente Svensson en una ponencia durante la conferencia. “De persistir las malas políticas, puede perderse otra”.

Pasar a territorio negativo

Las mejoras de gestión monetaria que Svensson y otros propugnaban rindieron sus frutos durante la Gran Recesión. Los bancos centrales rápidamente cambiaron de rumbo y tomaron medidas que muy probablemente hayan

contribuido a evitar otra Gran Depresión. Recortaron fuertemente las tasas de interés, dejando en claro que no estaban obsesionados con la inflación y que tomaban seriamente el objetivo de pleno empleo. Dejaron saber a los mercados que preveían mantener las tasas de interés “bajas durante un largo tiempo”, ofreciendo una orientación prospectiva muy de acuerdo con el espíritu de los consejos de Svensson acerca de la transparencia.

Con todo, la Gran Recesión fue tan profunda que los bancos centrales se enfrentaron a un dilema: ¿Qué más podrían hacer una vez que ya hubieran bajado las tasas de referencia a cero y enviado señales de que planeaban mantenerlas así por un tiempo? Svensson recomendaba pasar a tasas de interés negativas, imponiendo cargos sobre los depósitos e impulsar así a los bancos a otorgar préstamos para estimular el gasto.

“El más firme defensor de la política es el vicegobernador Lars Svensson, reconocido experto a nivel mundial en teoría sobre política monetaria y estrecho colaborador de Ben Bernanke”, escribió entonces *Financial Times*. El banco central de Dinamarca dio el salto hacia tasas de interés negativas en 2012, seguido por el Banco Central Europeo y varios otros.

Aunque todavía controversiales, las tasas de interés negativas han ampliado el conjunto de herramientas de los bancos centrales, sostienen algunos economistas. El execonomista jefe del FMI Ken Rogoff dice que “si se lo hace de manera correcta ... las tasas negativas funcionarían de forma similar a la política monetaria normal, impulsando la demanda agregada y elevando el empleo” en futuras crisis.

Distintas y separadas

Antes de que comenzara la crisis financiera, en 2007 el Riksbank había logrado traer a Svensson de vuelta de Princeton para desempeñarse como vicegobernador. Para entonces, el banco central sueco ya estaba siguiendo su consejo de publicar y justificar el sendero de las tasas de interés, y para julio de 2009 ya las había recortado al 0,25%.

Pero Svensson no pudo persuadir a sus colegas de bajar la tasa a cero y luego, si fuera necesario, considerar tasas de interés negativas. De hecho, en 2010 el Riksbank comenzó a elevar las tasas. Svensson se opuso, argumentando que el pronóstico de inflación estaba aún muy por debajo de la meta y el desempleo seguía siendo alto. También se oponía a “ir en contra del viento”; es decir, la idea de que las tasas de interés debían subirse para contrarrestar los riesgos a la estabilidad financiera planteados, por ejemplo, por un alza de precios de la vivienda y de los niveles de deuda hipotecaria, aun cuando las consideraciones macroeconómicas como la inflación y el producto indicaran lo contrario.

Después de un par de años de respetuoso disenso, Svensson finalmente dejó el Riskbank al final de su mandato a mediados de 2013. Declaró sin reservas que “no

[había] logrado obtener respaldo para la política monetaria” que prefería. Sus antiguos colegas de Princeton salieron rápidamente en su defensa. Krugman se refirió a las alzas de tasas de 2010–11 como “el error de política posiblemente más injustificado” de la crisis financiera mundial, señalando que no había “ninguna justificación manifiesta en términos de indicadores macroeconómicos”.

El criterio de Svensson demostró ser correcto: para 2014 era evidente que los aumentos de las tasas no estaban aplacando la inflación de precios de la vivienda y conducían a una deflación y un debilitamiento económico. El Riksbank se vio obligado a bajar las tasas a cero, y luego en 2015 se atrevió a llevarlas a territorio negativo, un experimento considerado exitoso en un posterior documento de trabajo del FMI elaborado por Rima Turk.

Tras su partida del Riksbank, Svensson se dedicó a fundamentar por qué la política monetaria debería ocuparse de los objetivos de inflación y de la producción, y dejarle las consideraciones de estabilidad financiera a la política macroprudencial. Las dos políticas son “diferentes y es mejor llevarlas a cabo por separado”, ha escrito. Para reforzar su argumento, Svensson hizo varias presentaciones en el FMI y en otros ámbitos, y demostró que los beneficios de elevar las tasas de interés para incrementar la estabilidad financiera reduciendo las probabilidades de una crisis financiera eran escasos y dudosos. En cambio, los costos en términos de un mayor desempleo y presiones deflacionarias eran altos y mucho más certeros.

Los cálculos costo-beneficio de Svensson se expusieron en un documento del personal técnico del FMI de 2015 sobre “Política monetaria y estabilidad financiera”, donde se estableció que en la mayoría de los casos los costos superan a los beneficios. Turner, el exfuncionario del BPI, le dijo a F&D que “utilizando una lógica rigurosa y valores empíricos más favorables al razonamiento contrario, Svensson ganó el debate con rotundidad”.

Siempre activo

A sus 75, Svensson se mantiene activo en las tareas de investigación, dedicando su trabajo más reciente a mostrar que los indicadores comúnmente utilizados de sobrevaloración de los precios de la vivienda —como la relación entre precio de la vivienda e ingreso— son engañosos y pueden llevar a los organismos financieros a tomar desacertadas medidas de política. También ha cuestionado la opinión común de que los hogares recortan más su gasto en una crisis cuando tienen mayores niveles de deuda hipotecaria pendiente. Turner celebra que Svensson siga cuestionando la sabiduría heredada: “Donde sea que él vaya, los economistas se sienten comprometidos a darlo todo”. **FD**

PRAKASH LOUNGANI es Director Adjunto de la Oficina de Evaluación Independiente del FMI.



FOTO: ALEX KOLOMOISKY

Sumarse al debate

Karnit Flug subraya la importancia de la rendición de cuentas y la transparencia en la banca central

POCO DESPUÉS DE SER DESIGNADA gobernadora del Banco de Israel en 2013, Karnit Flug volvía caminando de una reunión sobre política económica celebrada con el gobierno y se preguntó si debería hacer públicos sus comentarios. Pero antes de llegar al banco central, vio que sus comentarios ya habían sido difundidos por la prensa. “Comprendí entonces que la privacidad tal como la conocemos no existe en las reuniones del gobierno”, recuerda. “Siempre es mejor estar en control del relato y no que nuestras observaciones se saquen de contexto para favorecer la agenda de alguna otra persona”.

Los bancos centrales de todo el mundo están siendo sometidos a un escrutinio sin precedentes mientras procuran evitar la inflación y la recesión mundial. Flug habló con Nicholas Owen, de F&D, acerca de la importancia

de la transparencia y la rendición de cuentas de los bancos centrales, los éxitos y fracasos de las políticas en el pasado, y su propia evolución personal, desde desempeñarse como economista de investigación hasta convertirse en la primera mujer gobernadora del banco central de Israel.

F&D: El último pico importante de inflación en Israel sucedió en los años ochenta. ¿Ve algún paralelo con lo que está ocurriendo ahora?

KF: Las circunstancias macroeconómicas y las estructuras institucionales han cambiado drásticamente desde entonces, de modo que es difícil trazar paralelos. En el momento de nuestro pico de inflación en 1984, cuando los precios habían aumentado 445%, teníamos un enorme déficit público de aproximadamente 15% del PIB. La deuda era 280% del PIB. No había independencia del banco central. Como parte del programa de estabilización, hubo un cambio en la ley del Banco de Israel, conocido como la “cláusula de no impresión”, que le impedía al banco central financiar los déficits del gobierno. Hoy las circunstancias son completamente diferentes.

Sin embargo, algunos miembros de la Knéset, nuestro parlamento, están presionando al banco central para que adopte nuevas iniciativas, como exceptuar a los propietarios de una única vivienda, de aumentos en las tasas hipotecarias. Espero que tales medidas no avancen. Aun si no lo hacen, los debates pueden generar un autocontrol que haga que la política monetaria sea menos eficaz. E incluso si no se modifica la política monetaria, pueden verse afectadas las expectativas, y eso en sí mismo puede restarle eficacia a la política monetaria. Esa clase de iniciativas no son convenientes.

F&D: Sus reformas como gobernadora fueron controversiales. ¿Cuál es su consejo para los banqueros centrales que hoy están en desacuerdo con las autoridades?

KF: Cuando fui gobernadora, la inflación y las tasas de interés eran muy bajas, de modo que no había controversias acerca de la política monetaria. Sin embargo, el gobernador del Banco de Israel es también un asesor económico del gobierno, conforme a la primera versión de la ley de 1954 del banco central. No es una función habitual, y sí crea fricciones con el sistema político, especialmente con el Ministerio de Finanzas. Según la tradición, ese asesoramiento es algo muy público: es parte del debate con el gobierno, pero también contribuye al discurso público.

Mi consejo principal es ser transparente y profesional en el análisis. Y también participar activamente en el debate público a partir de una investigación de alta calidad.

F&D: ¿Es razonable en estos días que los bancos centrales casi no rindan cuentas? ¿Debería haber

más debate sobre los costos de endurecer la política monetaria cuando el mundo se encamina hacia una dolorosa recesión?

KF: Hay diferentes formas de rendir cuentas. Esa responsabilidad puede promoverse mediante el requisito de transparencia y mediante evaluaciones de expertos. Y un activo debate público es parte de la rendición de cuentas. Pero lo que usted está realmente preguntando es si los bancos centrales deberían ser independientes al aplicar políticas monetarias con el fin de alcanzar una meta de inflación. En este sentido, pienso que los políticos aún tienen un sesgo de inflación. Esto llevó a la alta inflación de los años setenta y ochenta. Los políticos creían que se podía tolerar un poco más de inflación para tener un poco más de actividad económica y empleo. Pero en realidad eso demostró ser muy difícil de controlar. Una mayor inflación puede iniciar una espiral de expectativas inflacionarias, traducéndose en una inflación aún más alta. Este sesgo de inflación básico todavía existe. No creo que se pueda sacar provecho de una situación intermedia y así lograr una inflación levemente más alta que lleve a una mayor actividad. Una vez que la inflación comienza a acelerarse, es muy difícil de controlar. Entonces los costos—incluidos los de bienestar— pueden ser muy altos.

F&D: ¿Se equivocaron los bancos centrales en el pasado? Nos dicen que ahora debemos confiar en ellos cuando aumentan las tasas. Pero los bancos centrales inyectaron dinero en las economías mediante bajas tasas de interés y expansión cuantitativa. ¿No estamos pagando el precio ahora?

KF: Pienso que la respuesta de política monetaria a la crisis financiera mundial fue correcta en líneas generales y de hecho salvó al mundo de una recesión mucho más profunda y prolongada. El liderazgo de Ben Bernanke y las lecciones que aprendió del pasado fueron sumamente importantes. En ciertos lugares, la política monetaria estuvo acompañada de políticas macroprudenciales orientadas a mitigar el efecto de tasas de interés muy bajas en algunos mercados de activos. En Israel establecimos un conjunto de restricciones en el mercado hipotecario para asegurar que no se acumulara un riesgo excesivo.

Después de la COVID-19, se necesitó nuevamente una respuesta masiva, de expansión tanto monetaria como fiscal. Aquí creo que el retiro del extremado apoyo fiscal y monetario llegó demasiado tarde. La recuperación demostró ser muy fuerte, pero pese a ello algunos gobiernos continuaron con una política fiscal extremadamente expansiva mientras que la política monetaria se mantuvo extremadamente acomodaticia. Y cuando el pronunciado aumento de la demanda se topó con restricciones de oferta—debido a cierres de fábricas en China y otros sitios,

y luego a causa de la guerra en Ucrania— la inflación comenzó a subir rápidamente. Hubo una demora en comprender que la demanda estaba cumpliendo un papel importante, y que no se trataba solo de shocks de oferta. Eso explica en parte por qué la inflación trepó rápidamente y demandó un retiro más rápido de la expansión que aún no se ha logrado en todas partes.

F&D: Me interesaría conocer más sobre su trayectoria que va desde economista focalizada en la investigación hasta el cargo de autoridad del banco central que la obliga a tomar difíciles decisiones de política todos los días. ¿Su experiencia ha modificado la forma en que aborda la investigación económica?

KF: Mis antecedentes, especialmente dirigir el departamento de estudios del Banco de Israel durante 10 años, me ayudaron a emplear la investigación de forma eficaz al tomar decisiones de política. Me permitieron comprender qué preguntas pueden responder los modelos, aunque también las limitaciones de usar modelos para obtener respuestas. Una trayectoria de investigación puede ayudar a evaluar dónde podemos usar modelos en el proceso de toma de decisiones y dónde debemos basarnos en la teoría básica o en un simple análisis de los datos más recientes.

F&D: Usted fue la primera mujer gobernadora del banco central de Israel. ¿Fue eso importante para usted y el país?

KF: Cuando me designaron, era más consciente de que era la primera vez que una persona del escalafón llegaba a ese cargo, alguien que comenzó como una joven economista en el banco y fue ascendiendo hasta la cima. Antes de eso, todos los gobernadores habían sido reconocidos economistas que llegaron al banco con la designación. Estaba concentrada en el gran desafío de estar a su altura.

En el Banco de Israel, no sentí que ser mujer interfiriese en mi avance profesional en ningún momento. Pero sí me di cuenta enseguida de que eso era importante: se hablaba mucho en la prensa respecto a que era la primera mujer gobernadora, y siempre me preguntaban sobre ello cuando me reunía con estudiantes. Comprendí que era una especie de ejemplo a seguir.

Me sorprendió ver cuán pocas mujeres gobernadoras había en las reuniones de gobernadores en el FMI o el Banco de Pagos Internacionales. A veces ser la única mujer en una sala con 35 o 40 hombres gobernadores resultaba un poco intimidante. Pero con el tiempo me acostumbré, y también fueron apareciendo más mujeres en la sala. **FD**

Esta entrevista ha sido editada para efectos de brevedad y claridad.



PERSPECTIVAS DE LAS ECONOMÍAS EMERGENTES

Un camino ya transitado

En un período de elevada inflación, los mercados emergentes pueden compartir sus enseñanzas

Lesetja Kganyago

En el diálogo público en curso sobre la política económica, los desafíos que afrontan las economías avanzadas suelen eclipsar a los del mundo en desarrollo. En el caso de la política monetaria, por ejemplo, los problemas que caracterizaron la pasada década fueron el límite inferior cero de las tasas de interés y una inflación demasiado baja. Pero ninguno de esos problemas afectó a los mercados emergentes en gran medida. Nuestros desafíos tenían mucho más que ver con lo que se recoge en los libros de texto, como evitar que la inflación superara los niveles fijados como meta, resistir a las demandas de tasas de interés más bajas para impulsar el crecimiento económico a corto plazo y financiar posiciones fiscales insostenibles.

Ahora que la conversación económica en las economías avanzadas ha pasado a centrarse en cómo afrontar una mayor inflación, los mercados emergentes tienen algo que

ofrecer. Los bancos centrales de los mercados emergentes cuentan con una vasta experiencia en lidiar con estas condiciones, incluso con la presión política que a menudo sigue al endurecimiento de las políticas. Destacan tres esferas de experiencia.

La primera hace referencia a la gestión de los shocks en la oferta. Son tan difíciles de explicar desde la perspectiva de la política monetaria como habituales. En mis 12 años en el Comité de Política Monetaria (CPM) del Banco de la Reserva de Sudáfrica he dedicado más tiempo a intentar evaluar el impacto de los shocks de oferta y comunicar nuestra diferenciación entre los efectos transitorios y persistentes que a gestionar las presiones del lado de la demanda. Muchos mercados emergentes han vivido experiencias similares.

Parte del problema es que, incluso con unas tasas de inflación moderadas, quienes fijan los precios y los salarios aprenden a hacer un seguimiento de la inflación e indexar sus precios. Esto significa que si los bancos centrales no responden oportunamente a los shocks, las presiones sobre los precios aumentan y las expectativas de inflación varían. Esto hace que la política vaya aún más rezagada y que por ende los shocks temporales acaben teniendo efectos persistentes.

Durante muchos años, la respuesta óptima a los shocks de oferta era la versión recetada en los libros de texto de las economías avanzadas: no hay que responder porque el shock se desvanecerá. Sin embargo, las economías de mercados emergentes muestran más indexación y menos tolerancia a las pérdidas de ingresos reales. Es más probable que la inflación de hoy en día se propague en el futuro. Por ese motivo, cada vez son más necesarias las políticas de respuesta a los shocks. Muchas economías de mercados emergentes han introducido sólidos marcos de metas de inflación para adecuar mejor las expectativas de inflación, y en general han funcionado bien, aportando flexibilidad a las políticas.

Esta necesidad de un enfoque más específico para los mercados emergentes quizá sea consecuencia de las tasas de inflación en general más altas, que incita a las personas a prestar atención a los índices de precios al consumidor en lugar de dar por hecha la estabilidad de precios. Nuestras tasas de inflación son importantes para la toma de decisiones cotidianas de los hogares y las empresas.

Sostenibilidad fiscal

La segunda esfera de experiencia está vinculada a nuestro mandato. Se suele suponer que la política fiscal y la política monetaria no se solapan. Esto es más abstracto que real. La política monetaria puede verse distorsionada por la política fiscal, como afirmará cualquier autoridad económica de los mercados emergentes. El aumento de la preocupación por la dominancia fiscal lo confirma, sobre todo porque los principales bancos centrales centran cada vez más su atención en las consecuencias de la expansión cuantitativa y otras políticas que incrementaron sus tenencias de deuda pública. Debido a la preocupación por los balances, es

todavía más importante que los mandatos de los bancos centrales sigan siendo simples y directos.

Para lograr buenos resultados, los países necesitan una estrategia macroeconómica más amplia que arroje otros resultados clave, especialmente la sostenibilidad fiscal. Sin esa estrategia, los bancos centrales no pueden, por sí solos, garantizar un entorno favorable al crecimiento.

Sudáfrica es un ejemplo perfecto. En la década de 1990, el gobierno democrático recién elegido emprendió una serie de reformas que sustentaron el período más largo de crecimiento ininterrumpido de la historia de Sudáfrica. Los tres pilares principales de esas reformas fueron los siguientes: un tipo de cambio flotante, que liberó al país de las costosas e infructuosas intervenciones cambiarias; las metas de inflación, que condujeron a tasas de interés más bajas y precios más estables; y, tal vez lo más importante, la austeridad fiscal.

En su conjunto, estas reformas ayudaron al país a capear la crisis de los mercados emergentes de 1998 y 2001. Sin embargo, como entrañaban disciplina y cautela, no fueron muy populares. Esto contribuyó a que se adoptara un enfoque más derrochador en la última década, que se preocupaba mucho menos por el volumen o la calidad del gasto. Sobrevino un deterioro macroeconómico grave, acompañado de algunas de las tasas de crecimiento más bajas de la historia de Sudáfrica.

La política monetaria se mantuvo firme, pero esa política no lo es todo. De nuevo, otros mercados emergentes han vivido experiencias similares.

La búsqueda de un equilibrio

Esto me lleva a la tercera esfera de experiencia de los mercados emergentes: cómo actuar a la hora de formular las políticas y, en concreto, cómo lograr un equilibrio entre actuar con determinación y estar abierto a nuevas ideas e informaciones.

En las economías avanzadas, sobre todo en los últimos años, el fenómeno del pensamiento de grupo tal vez ha sido uno de los principales problemas de las políticas. Sin embargo, no tengo claro que ocurra eso en los mercados emergentes. En el caso de la política monetaria de Sudáfrica, rara vez hemos alcanzado un acuerdo unánime sobre la conveniencia de subir las tasas de interés. Incluso en los pocos casos en los que todos los miembros del CPM hemos convenido en el endurecimiento, hemos discrepado en cuánto subirlas. En nuestra sociedad en general, puedo asegurarles que no nos falta diversidad de opiniones.

Mi experiencia me lleva a pensar que lo que realmente necesitan las autoridades en los mercados emergentes es opiniones divergentes sobre cuestiones tácticas, pero consenso en torno a la gran estrategia.

En Sudáfrica, el mandato de nuestro banco central, recogido en la Constitución, consiste en proteger el valor de la moneda en aras de un crecimiento equilibrado y sostenible. Por mucho que admire el debate abierto, no

es útil cuestionar y criticar el papel del banco central. La diversidad de opiniones es importante, pero no es necesario desintegrarlo todo.

Mientras las economías avanzadas se enfrentan a una dinámica de inflación que se asemeja más a los patrones de los mercados emergentes, podría ser útil esta distinción entre las cosas que requieren convicción y las que requieren debate. Las autoridades monetarias están tomando decisiones duras, con información inadecuada y mucho en juego. Los críticos se desentenderán de la complejidad del asunto y se limitarán a afirmar que los bancos centrales no pueden observar los hechos. Los bancos centrales deben reiterar sus objetivos estratégicos de forma clara, paciente y con buenas evidencias. Hay que fomentar el consenso, y no temerlo como signo de pensamiento de grupo. En cambio, cuando se trata de tácticas, hay que adoptar una mentalidad abierta y estar dispuesto a cambiar de opinión.

El año 2023 bien podría ser el año en que las tendencias de 2022 se inviertan y algunas economías avanzadas vuelvan a registrar una inflación más baja. De ser así, los mercados emergentes disfrutarán de un ansiado respiro.

La política monetaria puede verse distorsionada por la política fiscal, como afirmará cualquier autoridad económica de mercados emergentes.

Pero no debemos dar nada por sentado. Lamentablemente, no está tan claro que unas tendencias inflacionistas más benignas en las economías avanzadas vayan a aliviar las condiciones económicas de las economías de los mercados emergentes y en desarrollo. Se necesita un compromiso renovado para afrontar los elevados niveles de deuda, y hay que tener en cuenta el costo de la transición hacia economías con bajas emisiones de carbono. Las economías de mercados emergentes deben hacer un mejor uso del financiamiento que pueden atraer para volver a lograr un mayor crecimiento económico con más capital sostenible.

Con un menor crecimiento económico y una necesidad de recursos financieros que no disminuye, es probable que en gran parte del mundo persistan las condiciones de inflación elevada. Una mejor coordinación entre la política fiscal y la política monetaria sostenibles crearía importantes sinergias, que permitirían reducir el impacto de los shocks de oferta, mantener bajo el costo de financiamiento de los gobiernos y eliminar la inflación de la lista de preocupaciones de hogares y empresas en todo el mundo emergente. **FD**

LESETJA KGANYAGO es Gobernador del Banco de la Reserva de Sudáfrica.



PERSPECTIVAS DE LAS ECONOMÍAS EMERGENTES

A favor de la intervención

En las condiciones adecuadas, puede reducir la volatilidad monetaria injustificada

Sukudhew Singh

Cuando los bancos centrales de las grandes economías del mundo redujeron drásticamente las tasas de interés después de 2008, las economías de mercados emergentes más pequeñas, especialmente las asiáticas, se encontraron con un torrente de capital que provocó una apreciación de sus monedas y una caída de sus tasas de interés. Ahora que los principales bancos centrales están endureciendo rápidamente sus políticas, los flujos financieros han dado un vuelco: se está registrando una depreciación de las monedas de los mercados emergentes y un aumento de la inflación, y los bancos centrales se encuentran ante presiones para incrementar las tasas de interés aunque el crecimiento esté estancado.

La integración económica y financiera mundial ha debilitado la transmisión de la política monetaria dentro de los países y ha convertido los factores internacionales en un determinante más fuerte de las condiciones económicas y los precios en el mercado interno. Las monedas de libre flotación son ideales para la mayoría de las economías de los mercados emergentes, pero los acontecimientos externos pueden descuadrar rápidamente la relación entre los tipos de cambio y los fundamentos económicos. La autonomía en materia de políticas solo está garantizada si las economías

son lo suficientemente sólidas para soportar la volatilidad de los tipos de cambio y un desajuste significativo.

La intervención en el mercado cambiario permite a las autoridades económicas moderar el ritmo y el alcance de la apreciación o depreciación de la moneda. También permite contrarrestar la presión sobre el tipo de cambio al reducir las expectativas unilaterales sobre el valor futuro de la moneda. Un sistema financiero más profundo favorece la intermediación, pero puede ser un arma de doble filo: una mayor disponibilidad de instrumentos financieros y una mayor liquidez pueden atraer más entradas de capital. Las economías abiertas de los mercados emergentes con grandes sistemas financieros integrados a escala mundial pueden mantener más reservas de divisas e intervenir más enérgicamente para evitar una excesiva volatilidad. De todas maneras, las intervenciones que surten efecto no están garantizadas.

Intervenciones eficaces

Son varios los factores que contribuyen a que una intervención tenga más posibilidades de funcionar. Para resumir, me centraré aquí en los factores que generan resultados positivos a la hora de defender una moneda que se está depreciando.

- **Nivel de reservas de divisas:** Las reservas extranjeras no son costosas, pero son invaluable cuando el tipo de cambio se ve sometido a presiones de depreciación excesivas. Son todavía más importantes para los países con tipos de cambio vinculados (como la Región Administrativa Especial de Hong Kong) o marcos monetarios basados en el tipo de cambio (Singapur).
- **Solidez de la economía y el sistema financiero internos:** La solidez de estos elementos fundamentales ofrece al banco central una mayor flexibilidad para decidir el grado de intervención y dejar que el tipo de cambio fluctúe. Permite una intervención más eficaz porque el banco central no tiene que participar activamente en las operaciones de liquidez que socavan sus intervenciones en divisas (véase el cuarto punto).
- **Tipo de cambio previsto “defendible”,** en el sentido de que refleja los fundamentos económicos: La presión sobre la moneda debido a las salidas sostenidas en las cuentas comerciales y corriente de la balanza de pagos suele deberse a que no se ha logrado crear una economía diversificada, competitiva e integrada a escala mundial. La intervención no será de ayuda. Si unos débiles fundamentos internos, como un gran déficit fiscal, un crecimiento monetario excesivo o una inflación elevada, afectan al tipo de cambio, la intervención tampoco servirá de nada. Salvo que se haga un esfuerzo decidido para resolverlas, esas debilidades seguirán influyendo negativamente en la moneda.
- **Medidas de los bancos centrales para gestionar las consecuencias de la intervención en la liquidez:** Cuando el

banco central interviene para defender el tipo de cambio, reduce la oferta de moneda local y aumenta la oferta de monedas extranjeras. Si los demás factores no varían, el tipo de cambio de la moneda local se verá favorecido. La menor liquidez en moneda local se traduce en un aumento de las tasas de interés internas, lo que supone un apoyo adicional para el tipo de cambio. No obstante, el banco central normalmente quiere proteger la economía nacional frente a las elevadas tasas de interés. También es probable que el gobierno esté descontento con el mayor costo de financiamiento de la deuda pública. Así pues, el banco central suele inyectar liquidez de nuevo en el sistema bancario para mantener las tasas de interés locales relativamente estables, pero socavando sus esfuerzos de reforzar la moneda. Si una moneda más débil provoca una mayor inflación interna, estas operaciones de liquidez no solo debilitan el tipo de cambio, sino también la estabilidad de los precios internos. Esto resta eficacia a la política monetaria y las intervenciones.

- **Apertura de la cuenta de capital:** Las economías abiertas de los mercados emergentes presentan diferentes grados de apertura, sobre todo en lo que se refiere a la cuenta de capital. Una cuenta de capital abierta puede facilitar los flujos bidireccionales en circunstancias normales, pero los flujos unidireccionales cuantiosos durante los períodos de inestabilidad pueden desbordar la capacidad del banco central para estabilizar la moneda. De todas maneras, es crucial evitar grandes fluctuaciones en el tipo de cambio debido a la facilidad con la que residentes y no residentes pueden generar flujos financieros a corto plazo en respuesta a las expectativas sobre el tipo de cambio.
- **La exposición del sector privado a la moneda extranjera y su grado de cobertura:** En las economías de mercados emergentes, el banco central debe hacer un seguimiento exhaustivo de esta exposición e incluso regularla para garantizar que no suponga un riesgo para la estabilidad económica y financiera nacional. Sin estas precauciones, la presión sobre el tipo de cambio a raíz de la compra de moneda extranjera por la situación de pánico puede anular el efecto de las intervenciones para favorecer la moneda.

Suficiencia de las reservas

El nivel de reservas es importante para la intervención, pero también para infundir confianza en la capacidad de un país de solventar sus obligaciones en el mundo. Mantener un volumen suficiente de reservas es una consideración importante en materia de políticas.

Una forma de reducir la demanda de reservas del banco central es **desarrollar el mercado local de moneda extranjera** y brindar así más oportunidades para la intermediación privada de los flujos de monedas extranjeras y para nuevos instrumentos de cobertura. Esto debería reducir la

frecuencia de intervención del banco central. Un problema habitual en momentos de incertidumbre es que las monedas extranjeras se agoten debido al exceso de demanda o acaparamiento. En última instancia, las reservas del banco central deben servir de nuevo como mecanismo de seguridad.

La sostenibilidad de las reservas también **depende de su procedencia**. Las reservas constituidas a partir de superávit por cuenta corriente y flujos de inversión extranjera directa suelen ser más fiables que las reservas procedentes de flujos de cartera a corto plazo. Las reservas deben acumularse en épocas de bonanza. Los bancos centrales de las economías de mercados emergentes suelen ser vulnerables a las presiones políticas que desvían las reservas existentes a otros fines. Esto aumenta la vulnerabilidad de los países y limita la capacidad de los bancos centrales para intervenir cuando lo necesiten.

Son **fuentes de reservas de emergencia**. El financiamiento del FMI es una opción, pero es una opción de último recurso para muchos países, especialmente los asiáticos. Los países también cuentan con acuerdos bilaterales de crédito recíproco (*swap*) para ofrecer liquidez de emergencia en dólares o en monedas locales. Entre las economías de la ASEAN+3, un acuerdo de mancomunación de recursos por valor de USD 240.000 millones, conocido como el Acuerdo de Multilateralización de la Iniciativa Chiang Mai, brinda apoyo en forma de liquidez para las economías regionales en períodos de tensión externa. Sin embargo, no ha reducido el interés de las economías de la ASEAN+3 en constituir sus propias reservas por varios motivos, como la independencia en materia de políticas.

Cuando las reservas están agotándose, o los flujos de capital son de tal magnitud que hay pocas posibilidades de que la intervención surta efecto, hay que aplicar más medidas directas para recuperar la estabilidad. Las autoridades pueden estudiar legítimamente **medidas para restringir los flujos financieros**. El éxito de una intervención depende de muchos factores que también inciden en la eficacia de los controles de capital. Las autoridades que imponen controles de capital también deben ser cautas a la hora de retirarlos, hacerlo de manera prematura puede ser tan arriesgado como mantenerlos demasiado tiempo.

Los controles de capital, si se aplican correctamente, pueden actuar como interruptor para preservar las reservas extranjeras y ofrecer a las autoridades cierto margen temporal para que las reformas reduzcan las vulnerabilidades y estimulen la economía, sin la preocupación de la inestabilidad externa. La confianza en la economía local se debe restablecer mediante políticas creíbles, y después los controles pueden reducirse gradualmente y eliminarse. **FD**

SUKUDHEW SINGH fue Gobernador Adjunto del Bank Negara Malaysia (Banco Central de Malasia) entre 2013 y 2017.



PERSPECTIVAS DE LAS ECONOMÍAS EMERGENTES

Fiel a la meta

Un régimen de metas de inflación sigue siendo el mejor camino para transitar tiempos difíciles

Leonardo Villar

Desde su debut en 1990, el régimen de metas de inflación ha tenido en general muy buenos resultados como estrategia de política monetaria. La mayoría de los países que lo adoptaron lograron reducir la inflación y la volatilidad inflacionaria. En varias economías de mercados emergentes, este régimen les ha permitido transformar las políticas monetarias procíclicas —que tienden a amplificar los ciclos económicos ascendentes y profundizar los descendentes— en medidas contracíclicas que contribuyen a estabilizar el crecimiento del PIB.

Un buen ejemplo es mi propio país, Colombia. Introdujimos las metas de inflación en 1999 tras 30

años de inflación estable pero persistentemente alta. Antes de su aplicación, el banco central tenía que lidiar con mecanismos complejos de indexación, que perpetuaban la inflación, y se veía obligado a usar el tipo de cambio como ancla nominal de la economía en un contexto de inflación relativamente alta y de volatilidad de la balanza de pagos. En esas condiciones, el banco central no tenía más alternativa que responder a los ciclos y shocks externos con políticas monetarias procíclicas para estabilizar el tipo de cambio.

Punto de inflexión

Tras adoptar el régimen de metas de inflación, Colombia pudo por primera vez tomar medidas de política monetaria contracíclica. Las autoridades empezaron por permitir la fluctuación del tipo de cambio, lo que constituyó la primera línea de defensa contra los ciclos y shocks externos. Esto se pudo evidenciar en las respuestas monetarias a la crisis financiera mundial de 2007–09 y el shock de COVID-19 en 2020. Durante ambos episodios, las autoridades permitieron que la moneda local se depreciara y recurrieron a la credibilidad de la meta de inflación, más que al tipo de cambio, como ancla nominal de la economía.

La estrategia también tuvo buenos resultados para hacer frente al shock inflacionario de 2014–16 cuando Colombia debió enfrentar simultáneamente el deterioro de los términos de intercambio tras el colapso del precio del petróleo, una grave sequía y otros shocks que afectaron la oferta. Producto de estos factores, la depreciación nominal anual llegó a 68% en 2015 y la inflación subió del 3% a mediados de 2014 a 9% en julio de 2016, para volver a descender a la meta del 3% algunos años después, sin que ello afectara considerablemente a la producción. La credibilidad de la política monetaria y la estabilidad relativa de las expectativas de inflación a largo plazo fueron fundamentales para lograr este ajuste.

Dificultades posteriores a la COVID-19

Las economías de mercados emergentes con regímenes de metas de inflación enfrentan desafíos sumamente difíciles tras la COVID-19. Los regímenes adoptados dependen, en gran medida, de la credibilidad de las autoridades para mantener la inflación cerca de la meta, y esto no ha sucedido desde 2021.

Una vez más, Colombia es un buen ejemplo. La inflación subió de menos de 2% en 2020 a 13,1% en 2022, la tasa más alta desde que se adoptó este

régimen. Este aumento obedeció esencialmente a los precios de los alimentos, que subieron a una tasa anual de casi el 28% en 2022 en respuesta a shocks de oferta internos e internacionales.

Una fuerte recuperación de la demanda agregada también contribuyó al aumento de la inflación. El PIB de Colombia creció más de 10% en 2021 y un 8% en 2022 y su déficit creciente en cuenta corriente está próximo a un máximo histórico, pese a los términos de intercambio favorables que tuvo el país en 2022. El exceso de demanda también ha provocado una tendencia alcista de la inflación subyacente —que excluye los precios regulados y de alimentos—, la cual pasó de 2,5% en 2021 a 9,5% en 2022.

Una fuerte depreciación de la moneda local también ha incidido en las tendencias de inflación. Para finales de 2022, el peso colombiano se había depreciado 38% respecto de principios de 2021. Esta depreciación es mayor que en la mayoría de los países de América Latina y ha acompañado el deterioro de la percepción del riesgo país en los últimos dos años, durante los cuales el país ha tenido déficits fiscales mucho mayores que los de otros países de la región.

A esto se suman diferentes mecanismos de indexación que también afectan a la inflación. Un catalizador fundamental es el aumento anual del salario mínimo que se define al principio de cada año en función de la inflación pasada. Al respecto, 2022 y 2023 han sido años peculiares, pues el salario mínimo subió 10% y 16%, respectivamente, muy por encima de la inflación general. Estos incrementos del salario mínimo han contribuido a mantener la inflación elevada debido a su impacto en los costos de producción y la típica espiral salarios-precios, en la cual los precios aumentan como consecuencia de mayores salarios, los que a su vez suben para compensar los aumentos de precios.

Comunicación y transparencia

En estas condiciones difíciles, la política monetaria se ha endurecido a niveles sin precedentes. Hasta el momento, el Banco de la República de Colombia ha subido la tasa de intervención del 1,75% en septiembre de 2021 a 12,75% en enero de este año.

Además, la sucesión de shocks inflacionarios desde 2021 y la consiguiente necesidad de reevaluar la respuesta de la política monetaria han presentado un reto para las comunicaciones del banco central. Ante el impacto inflacionario, grande y prolongado, de esos shocks, se requiere un largo período de convergencia hacia la meta de inflación que es preciso explicar al público. Una convergencia demasiado rápida puede acarrear un costo muy alto para el producto y el empleo, pero si se prolonga por mucho tiempo se corre el riesgo de desanclar las expectativas de inflación.

El banco central ha expresado públicamente que el proceso de endurecimiento no ha terminado y que tiene el firme compromiso de bajar la inflación a la meta del 3% en dos años, con una desviación aceptable de 1 punto porcentual. Por fortuna, las expectativas de inflación son ampliamente congruentes con la trayectoria de convergencia que deseamos.

Las metas de inflación han ayudado a Colombia a hacer frente a shocks económicos de formas que antes no eran posibles

Ancla de credibilidad

Se espera que la inflación disminuya rápido a juzgar por los patrones históricos, pero probablemente permanezca por encima de la meta durante el período más largo desde que se introdujo el régimen de metas de inflación. Por esta razón, será más difícil mantener la credibilidad de la meta como ancla principal de la economía.

A todas luces, los desafíos en materia de política monetaria serán particularmente difíciles en 2023 y 2024. Esperamos una fuerte desaceleración de la actividad económica que recortaría el crecimiento del PIB a un magro 0,2% en 2023 como consecuencia del endurecimiento de las condiciones financieras, un crecimiento más lento de nuestros socios comerciales y una política de contracción monetaria vital que garantice la convergencia hacia la meta del banco central.

Estos desafíos no menoscaban la estrategia de metas de inflación. Antes bien, refuerzan la importancia de fortalecer su función de ancla y la necesidad de aplicar una política de contracción monetaria en la coyuntura actual que demuestre el compromiso del banco central con una meta de inflación explícita y creíble.

Las metas de inflación, combinadas con un tipo de cambio flotante, han sido beneficiosas para la economía colombiana. Le han permitido al país enfrentar shocks económicos en formas que antes no era posible. Estamos convencidos de que aumentar su credibilidad sigue siendo el mejor camino para superar estos tiempos difíciles. **FD**

LEONARDO VILLAR es gerente general del Banco de la República, el banco central de Colombia.



En la trinchera contra la inflación

Philip R. Lane, del BCE, analiza la importancia de lograr que la inflación en la zona del euro retorne al nivel fijado como meta

EL BANCO CENTRAL EUROPEO (BCE) está en el frente de la lucha contra la inflación. Las autoridades económicas han subido las tasas de interés a máximos no observados en 15 años para que la inflación en la zona del euro, que tocó un techo de más de 10% en octubre, baje al nivel fijado como meta de 2%. Se prevé que la inflación se desacelere este año, pero la política monetaria seguirá siendo objeto de escrutinio dado que el crecimiento económico del continente está desacelerándose, que los consumidores continúan enfrentándose a la crisis del costo de vida y que los gobiernos están en busca de financiamiento para cubrir deudas cuantiosas en una nueva era de tasas de interés más altas.

En una entrevista con Nicholas Owen, de F&D, el economista jefe del BCE, Philip R. Lane, hace un llamamiento para que los gobiernos empiecen a replegar el apoyo fiscal a los consumidores conforme vaya cediendo la crisis energética desencadenada por la invasión rusa de Ucrania. Analiza la importancia de procurar que las expectativas inflacionarias retornen al nivel fijado como

meta, las dificultades de reducir el balance del banco central y las enseñanzas que se pueden extraer de las decisiones monetarias del último año.

F&D: Tras alcanzar máximos no registrados en 40 años, la inflación en Europa ahora da señales de desaceleración. ¿Cuán importante es para las perspectivas económicas de la zona del euro que las autoridades logren reducir las expectativas inflacionarias a 2%?

PL: Para un banco central, el peor escenario es que a causa de una fase prolongada de inflación alta la sociedad deje de confiar en que la estabilidad de precios (en la práctica, una meta de inflación de 2%) se podrá mantener a largo plazo. Si la sociedad empieza a creer que la inflación permanecerá elevada indefinidamente, la idea se arraigará en el proceso de fijación de precios y salarios y el fenómeno se perpetuará. De ahí que sea esencial definir claramente la política monetaria para garantizar que la inflación retorne oportunamente a la meta de 2%. Esto ha adquirido especial importancia en el curso del último año, ya que a lo largo de varios años la política monetaria había estado enfocada en corregir una tendencia de inflación persistentemente inferior a la meta. De manera constante, hemos estado alejándonos de una orientación monetaria sumamente acomodaticia y avanzando hacia otra lo bastante restrictiva como para garantizar que la inflación retorne al nivel fijado como meta y para mantener ancladas las expectativas de inflación a más largo plazo.

F&D: ¿Qué enseñanzas pueden extraer las autoridades del shock de inflación? La mayoría de los economistas esperaba que las presiones sobre los precios fueran solo

Como la crisis energética está menguando, es importante empezar a retirar las medidas de apoyo fiscal.

transitorias. ¿Hay que gestionar la política monetaria de otra manera?

PL: Este episodio sin duda será objeto de estudio por muchos años, así que mi respuesta no es nada definitiva. Creo que se debe reconocer que las fuerzas dobles de la pandemia y la escalada de los precios de la energía por la guerra fueron shocks extraordinariamente intensos y asimétricos, cuya consecuencia iba a ser una fase inicial de inflación alta. Está claro que esto merece un examen continuo para determinar si el BCE y otros bancos centrales podrían haber evaluado mejor la magnitud y la duración del shock de inflación. Siempre hemos de procurar aprender de este tipo de episodios y estar abiertos a críticas internas y externas. En el último año, los bancos centrales revirtieron los programas de expansión cuantitativa y elevaron de forma acumulada las tasas de interés en un período relativamente corto. Asimismo, en los próximos meses aprenderemos mucho sobre la conducción y la eficacia de la política monetaria.

F&D: ¿Le parece que las políticas del BCE para reducir su balance plantearán problemas a los gobiernos de la zona del euro con fuertes necesidades de financiamiento? Algunos gobiernos muy endeudados se han acostumbrado a vender bonos al BCE muy fácilmente.

PL: El fin primario de estos programas siempre ha sido garantizar que el tramo largo de la curva de rendimientos contribuyera a la expansión monetaria que necesitaba la economía para evitar que la inflación permaneciera durante mucho tiempo por debajo de la meta; es decir, no se trataba de programas para financiar directamente a los gobiernos. Aún es muy pronto para extraer enseñanzas en firme de nuestra experiencia con la transición de la expansión cuantitativa a la restricción cuantitativa, pero en meses recientes hemos observado que la normalización de las tasas de interés ha supuesto una fuerte demanda de compra de bonos públicos de la zona del euro por parte de muchos inversionistas institucionales (en Europa y el mundo).

En cuanto a la política fiscal, está muy claro que, conforme al marco de gobernanza económica de la Unión Europea, las políticas fiscales deben estar encaminadas a lograr que nuestra economía sea más productiva y a reducir gradualmente el alto nivel de deuda pública.

Desde luego, una de las tareas importantes de la política fiscal es proteger a los más vulnerables en la economía del shock de precios de la energía. Este es un imperativo no solo moral sino también económico. Pero además reconocemos que las medidas de apoyo fiscal para proteger a la economía del impacto de la carestía de los precios de la energía han de ser temporales, focalizadas y concebidas para preservar los incentivos para reducir el consumo de energía. Concretamente, como la crisis energética está menguando, ahora lo importante es empezar pronto a retirar estas medidas conforme vayan bajando los precios de la energía, y hacerlo de una manera concertada.

F&D: Las tasas de interés más altas están ejerciendo presión sobre los hogares en toda Europa. ¿Hay algo que los bancos centrales deban hacer para moderar esta presión, o es algo que debe dejarse enteramente en manos de los gobiernos y la política fiscal?

PL: A todos los hogares les beneficia la estabilidad de precios a mediano plazo. Los pobres son los más afectados por la inflación persistente. De ahí que a todos nos convenga que el BCE mantenga su atención centrada en el oportuno retorno de la inflación a la meta de 2%. Debemos ser eficientes con nuestra política monetaria: alcanzar la meta, pero reduciendo al mínimo los costos en términos de producto y empleo. Al analizar la transmisión de la política monetaria, examinamos con atención el impacto de las fluctuaciones de las tasas de interés en los hogares; no solo los efectos directos —que en un momento determinado varían entre prestatarios y ahorristas y en los diferentes grupos de edad—, sino también los efectos indirectos derivados del impacto de la política monetaria en el producto y el empleo. Estos son diferentes entre los que trabajan en los sectores más sensibles a los movimientos de las tasas de interés (como construcción y bienes de consumo duraderos) y los que trabajan en sectores menos cíclicos. Los gobiernos siempre deben proteger a los más vulnerables de la sociedad, pero las medidas fiscales que neutralizan directamente el impacto de los movimientos de las tasas de interés pueden ser problemáticas en cuanto a la eficiencia de la política monetaria y quizá menos eficaces que otras políticas relativas al ingreso. **FD**

INTERACCIÓN DE FUERZAS

Las economías avanzadas están afrontando importantes cambios estructurales a largo plazo que influirán en la conducción de la política monetaria. Estos cambios constantes inciden inevitablemente en el nivel natural de las tasas de interés —el nivel en que la inflación y el producto son óptimos— y en la forma en que se transmite la política monetaria.

La transición verde

La inversión anual en energía verde tendrá que llegar a **USD 4 billones** en 2030 para alcanzar la meta de cero emisiones netas en 2050¹.

La transición verde implicará una considerable **reasignación de recursos**, de los combustibles fósiles a las fuentes de energía renovable, sobre todo eólica y solar. Quizás requiera un **importante aumento de la inversión**, posiblemente incentivada con algún tipo de subsidio. La mayor demanda de inversión tenderá a elevar el nivel natural de las tasas de interés, por lo que la transición verde probablemente obligará a los bancos centrales a apoyar una **tasas de política monetaria más alta**.

Teletrabajo

El teletrabajo ha aumentado **44%** en los últimos cinco años².

El teletrabajo determina las condiciones inflacionarias por medio de dos canales: **la oferta de mano de obra y su productividad**. Además, tiende a incrementar la cantidad de horas de trabajo que los hogares pueden ofrecer: los trabajadores están dispuestos a cobrar menos si se les permite teletrabajar. Pero algunos trabajos no pueden realizarse tan eficientemente a distancia y eso reduce la productividad por trabajador-hora. La incidencia de estas dos fuerzas tiende a incrementar los costos marginales de las empresas (y por ende a generar presión inflacionaria) si la reducción de la productividad eclipsa la mayor oferta de mano de obra. El canal de la productividad también afecta la **demandas de los hogares**: al disminuir la productividad, los trabajadores prevén sueldos más bajos en el futuro, y eso los lleva a reducir su demanda de bienes, lo que genera una fuerza compensatoria a la baja sobre los precios. La forma en que esa interacción evolucione determinará lo que se necesita de la política monetaria.



Varias tendencias económicas de largo plazo incidirán en la política monetaria a largo plazo.



Desglobalización

La apertura comercial alcanzó un nivel máximo de aproximadamente **60%** en 2008, y ha disminuido desde entonces³.

La desglobalización tiende a empobrecer a los países al crear barreras para el comercio y al propiciar la reasignación de recursos hacia sectores menos eficientes. Una contracción del producto puede **reducir los ingresos públicos** y dar lugar a una inflación **por causas fiscales** si el gobierno no reduce el gasto o sube los impuestos, o ambas cosas. **La oferta y la demanda** introducirán más fuerzas inflacionarias, cuya intensidad dependerá de si un país es primordialmente importador o exportador. A los países importadores les resultará más difícil comprar bienes del exterior, lo cual genera una presión inflacionaria interna. Los exportadores, en cambio, preverán la futura merma de sus ingresos por ventas al extranjero, y eso hará que disminuya la demanda de los hogares.



Factores demográficos

A nivel mundial, el número de personas **mayores de 60 años se duplicará** de aquí a 2050⁴.

Los cambios demográficos probablemente generarán **presiones en la demanda y la oferta, así como en el ámbito político**. La demanda se reducirá a causa de una población que va envejeciendo y ahorrando para la jubilación, y eso reducirá temporalmente el nivel natural de las tasas de interés. Por el lado de la oferta, la menor participación en la fuerza laboral reducirá el producto potencial y provocará una desaceleración del crecimiento del ingreso que incentiva a las personas a ahorrar para el futuro.

Una vez concluida la transición a una población más vieja, es posible que ceda la presión del ahorro: los jubilados tienden a consumir usando sus ahorros a un ritmo alto, y la participación en la fuerza laboral se estabilizará. A largo plazo, por tanto, no está claro si el cambio demográfico desembocará en tasas de interés reales que permanecerán más bajas, o en deflación, ni cuál será el efecto en la política monetaria.

Monedas digitales de bancos centrales

Más de **100 países** están estudiando las MDBC⁵.

La llegada de las monedas digitales de bancos centrales (MDBC), uno de los aspectos de la revolución actual del dinero digital, permitirá a los bancos centrales fijar directamente la tasa de interés que paga la MDBC, lo que significa que podrán **transmitir la política monetaria directamente a los hogares**, no indirectamente a través de los bancos, como lo hacen ahora. Los bancos no transmiten a los hogares las variaciones de las tasas en su totalidad (sobre todo las subidas). De modo que un aumento de la tasa de política monetaria fijada por los bancos centrales no se corresponde con un aumento de uno a uno de las tasas pasivas.

La introducción de las MDBC también será crucial para definir el papel del banco central en la economía. Si los bancos centrales emiten moneda digital directamente a los hogares, probablemente tendrán que **expandir sus balances de forma permanente**. Con su cartera engrosada, podrían decidir invertirla en bonos públicos, brindando así un respaldo firme a la política fiscal, o podrían conceder préstamos al sector privado, lo cual promovería la inversión en sectores específicos. Además, tendrán que velar cuidadosamente por su reputación de independencia, porque cualquiera de sus decisiones de inversión podría ser políticamente conflictiva.

¹ Agencia Internacional de Energía <https://www.iea.org/reports/net-zero-by-2050>

² NorthOne <https://codesubmit.io/blog/remote-work-statistics/>

³ Documento de análisis del personal técnico del FMI 2023/001 <https://www.imf.org/en/Publications/Staff-Discussion-Notes/Issues/2023/01/11/Geo-Economic-Fragmentation-and-the-Future-of-Multilateralism-527266?cid=bl-com-SDNEA2023001>

⁴ Organización Mundial de la Salud <https://www.who.int/es/news-room/fact-sheets/detail/ageing-and-health>

⁵ The Atlantic Council <https://www.atlanticcouncil.org/cbdctracker/>



ORO,

PLATA,

Y ESTABILIDAD MONETARIA

Un episodio casi olvidado del siglo XIX
demuestra que la cooperación internacional es
esencial para la estabilidad del sistema monetario mundial

Johannes Wiegand

El año 1873 marcó un punto de inflexión en la historia monetaria. En julio, el nuevo Reichstag del Imperio Alemán sustituyó un abanico de monedas de plata por el patrón oro. En septiembre, la casa de la moneda parisina limitó la acuñación de moneda de plata, poniendo fin así al bimetalismo imperante durante décadas en Francia. Y, anteriormente ese mismo año, el Congreso de Estados Unidos aprobó retirar gradualmente el papel moneda de los años de la Guerra Civil, para reemplazarlo por un dólar de oro en cuanto el gobierno reiniciase los pagos en efectivo (con monedas), algo que ocurrió en 1879.

El Reino Unido ya empleaba el oro y, al final de la década de 1870, todos los principales países industrializados utilizaban monedas de oro. La plata —que hasta 1873 recibió el mismo trato que el oro— pasó a ser un metal secundario, utilizado en monedas sobre todo por países de la periferia.

Esto tuvo importantes repercusiones monetarias. Entre 1873 y el final de la década, la plata se depreció en torno a un 20% con respecto al oro, a pesar de que durante 70 años su valor de cambio se había mantenido estable. Los países del oro experimentaron una grave deflación, que

se prolongó hasta comienzos de la década de 1890. Más difícil es determinar las repercusiones reales, ya que no se dispone de cuentas nacionales completas de la década de 1870; no obstante, algunos indicadores, como la producción nacional, señalan que varios países sufrieron una recesión profunda y prolongada (en Alemania, por ejemplo, los años posteriores a 1873 se conocen con el nombre de *Gründerkrise*, un período de crisis).

Bimetalismo mundial

En el siglo XIX, los sistemas monetarios funcionaban de forma muy distinta a como lo hacen hoy. El dinero estaba vinculado a metales preciosos (lingotes). Las monedas (efectivo) se acuñaban a partir de los lingotes, y el papel moneda podía cambiarse por lingotes a valores de cambio garantizados.

A principios del siglo XIX, la mayoría de los países vincularon sus monedas a la plata, a excepción del Reino Unido y Estados Unidos (este último a partir de mediados de la década de 1830), que lo hicieron al oro. Francia vinculó su moneda *tanto* al oro como a la plata: por una ley napoleónica de 1803, la casa de la moneda francesa pasaba a pagar 200 francos por kilo de plata y 3.100 francos por kilo de oro. La doble garantía de precios francesa supuso la creación del bimetalismo mundial, ya que no solo aseguraba un valor de cambio estable de 15,5 entre la plata y el oro, sino también un tipo de cambio cuasi fijo entre todos los países con monedas vinculadas al oro y la plata.

Para que el bimetalismo mundial funcionase, en Francia debían circular monedas tanto de oro como de plata. Francia asumía funciones de estabilizador monetario global: a través de un mecanismo llamado ley de Gresham, las variaciones en las cantidades mundiales de oro y plata se traducían en primera instancia en variaciones en la composición por monedas de Francia, mientras que los tipos de cambio entre monedas de oro y plata se mantenían estables. Además, el bimetalismo lograba estabilizar mejor los precios que los regímenes basados en monedas de un único metal, ya que los shocks de oferta que incidían en el oro y la plata se compensaban parcialmente unos a otros.

El bimetalismo mundial funcionó a la perfección hasta el año 1850, aproximadamente. Luego, el descubrimiento de grandes yacimientos de oro en California y Australia multiplicó por cinco la producción mundial de este metal. De acuerdo con la ley de Gresham, la proporción de oro en efectivo francés se disparó, pasando de menos del 30% en torno a 1850 a sorpresivamente más del 85% a mediados de la década de 1860.

Gradualmente, los expertos monetarios fueron cayendo en la cuenta de que esta situación ponía en peligro el bimetalismo. Si el oro desplazaba por completo a la plata del efectivo francés, Francia pasaría a ser *de facto* un país

La ley de Gresham

La ley de Gresham establece que, en sistemas de tipo de cambio fijo, “la moneda mala siempre expulsa a la buena”. En el caso del bimetalismo, funcionaba de la siguiente forma: la casa de la moneda establecía el precio relativo de los dos metales usados para acuñar moneda. Si la oferta de uno de ellos aumentaba —por ejemplo, porque se descubrían nuevos yacimientos, o se introducían reformas monetarias que comportaban la desmonetización de ese metal— su precio de mercado solía bajar, generando incentivos para llevar lingotes (metal en bruto) a la casa de la moneda y convertirlos en efectivo (monedas), y beneficiarse así de la garantía de precio. A la inversa, el otro metal (ahora más escaso y, por tanto, con un valor relativo superior) se retiraba de circulación. Así pues, las variaciones en la oferta de lingotes provocó un desplazamiento del efectivo en favor del metal de moneda “inflacionario”, más barato, mientras estuvo vigente la garantía de precios de la casa de la moneda. Este principio monetario toma su nombre de Sir Thomas Gresham, agente financiero de la Reina Isabel I.

vinculado al oro. El lazo entre las monedas de oro y de plata se rompería, y el mundo se dividiría en bloques de oro y plata, lo cual podría generar extremas variaciones de los tipos de cambio y de los precios.

La preocupación era especialmente grande en Alemania. La mayoría de los estados alemanes utilizaban monedas de plata. Sin el vínculo bimetálico, Alemania pasaría a tener un régimen monetario distinto al de las principales economías mundiales —Reino Unido, Estados Unidos y Francia— y tendría que negociar con ellas con tipos de cambio flotantes. Economistas y empresarios temían que esto degradaría el país a economía periférica. Por otra parte, en Francia no todo el mundo estaba satisfecho con el bimetalismo, sobre todo debido a las fluctuaciones en la composición del efectivo que Francia debía soportar.

Bimetalismo en la década de 1860

Ante estas presiones, ¿cómo logró el bimetalismo sobrevivir a la década de 1860? En 1867, el emperador Napoleón III organizó en París una conferencia monetaria internacional para buscar alternativas. Allí se aprobó una recomendación no vinculante que propugnaba la adopción de un sistema monetario mundial basado en el oro. La propia Francia parecía liderar el movimiento contrario al bimetalismo.

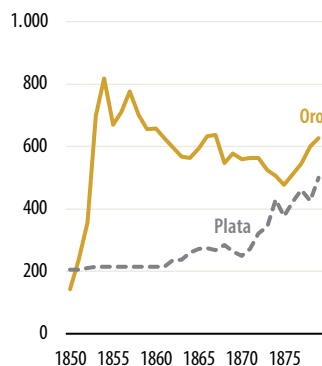
Una cosa es formular una recomendación; otra muy distinta, implementarla, sobre todo en Francia. Para pasarse al oro, había que deshacerse de las monedas de plata francesas. Sin embargo, la plata se devaluaría con la disolución del vínculo bimetálico y la desmonetización de la plata; si abandonaba el bimetalismo, Francia se impondría una pérdida a sí misma (Flandreau, 1996).

En Alemania, un mar de voces cada vez mayor reclamaba sustituir la plata por oro o una moneda bimetálica. Aun así, la única forma de despojarse de las monedas

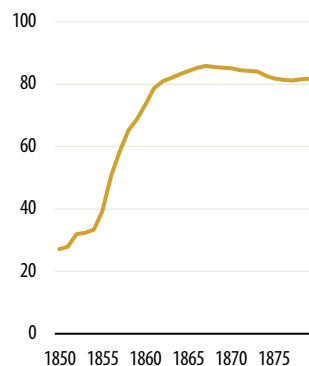
Plata y oro

De acuerdo con la ley de Gresham, las variaciones de la oferta de oro y plata afectaron la composición por monedas de Francia, mientras que los tipos de cambio entre las monedas de oro y plata se mantenían estables.

Producción mundial anual de oro y plata
(millones de francos franceses)



Porcentaje de monedas de oro en circulación
en efectivo en Francia
(porcentaje)



Fuente: Wiegand (2019).

de plata era que alguien las cambiase por oro y, en el sistema bimetálico, este “alguien” solo podía ser Francia. Según la ley de Gresham, la reforma alemana provocaría un fuerte incremento de la circulación de plata francesa. ¿Iba Francia a tolerarlo? ¿O acaso cortaría el vínculo bimetálico para no quedar inundada de plata trayendo consigo el aislamiento monetario como los eruditos alemanes precisamente temían? Las autoridades económicas alemanas no sabían qué pasaría y optaron por no ir más allá de las medidas preliminares en la aplicación de la reforma monetaria (Wiegand, 2022).

En resumen: en la década de 1860, no había forma fácil de salir del bimetalismo. Francia controlaba y a la vez era rehén del sistema bimetálico: podía disuadir a otros países de modificar los parámetros del sistema, pero no poner fin al bimetalismo sin incurrir en costos significativos. De ahí que el bimetalismo prevaleciese. Los mercados depositaron una confianza notable en el acuerdo y trataron los activos basados en oro y plata como sustitutos casi perfectos (Flandreau y Oosterlinck, 2012).

La reforma alemana

El panorama cambió radicalmente en 1870. Una coalición alemana liderada por Prusia se alzó ganadora de la guerra franco-prusiana, propiciando la caída de Napoleón III, la aparición de la Tercera República y la formación del Imperio Alemán. Las tropas prusianas ocuparon París y anunciaron que solo se retirarían cuando Francia pagase una

importante indemnización (más del 20% del PIB del país), que debía abonarse en plata, entre otras cosas. Francia no podía abandonar el bimetalismo entonces, ya que desmonetizar la plata supondría minar su capacidad para pagar y recuperar la soberanía.

Por tanto, las autoridades de Berlín tenían rienda suelta para aplicar la reforma monetaria, pero solo hasta que Francia pagase la indemnización. Esto obligó a Alemania a actuar con rapidez, casi de forma precipitada. En julio de 1871, la casa de la moneda de Berlín suspendió la acuñación de moneda de plata. Unas semanas después, el gobierno federal comenzó a comprar oro en Londres y, a principios de diciembre, el Reichstag aprobó la ley que autorizaba la acuñación de moneda de oro. Los gobiernos federales y regionales pusieron las nuevas monedas de oro en circulación simplemente gastando la indemnización (sin retirar primero las monedas de plata). Esto disparó la circulación de efectivo, desencadenando un estímulo monetario y fiscal importante (aunque breve). El Reichstag adoptó oficialmente el patrón oro en julio de 1873.

Cabría preguntarse por qué Alemania adoptó la moneda de oro y no una bimetálica; antes de 1870, el bimetalismo gozaba de un apoyo considerable entre los economistas alemanes. No obstante, la cantidad de moneda en circulación no bastaba para sostener por sí misma el bimetalismo mundial: para ello era necesario que Francia mantuviese el vínculo bimetálico, tanto antes como después de liquidar la indemnización. De lo contrario, Alemania estaría condenada a readoptar la plata. La cooperación monetaria ya había fracasado en la década de 1860, pero todavía parecía menos probable después de un conflicto armado.

Eso hizo que Alemania se pasase por completo al oro: era la única forma de evitar el aislamiento monetario, independientemente de las decisiones de Francia (Wiegand, 2019). Además, Alemania no estaba sola: los países escandinavos y los Países Bajos también aprovecharon la oportunidad para pasarse de la plata al oro.

Romper con el bimetalismo

El 5 de septiembre de 1873, Francia pagó la última cuota de la indemnización: dos emisiones de bonos (la *Rente Thiers*) de volumen hasta la fecha desconocido permitieron liquidar el pago mucho antes de lo previsto. Al día siguiente, la casa de la moneda de París restringió la acuñación de moneda de plata, rompiendo así el vínculo bimetálico.

Fue una decisión inesperada. Francia podría haber mantenido el bimetalismo incluso tras las reformas monetarias de Alemania, Países Bajos y Escandinavia

si hubiese aceptado una mayor proporción de monedas de plata. ¿Por qué exponer el país y el mundo entero a la inestabilidad monetaria? La decisión parece tan auto-destructiva que Flandreau (1996) sospecha que el motivo fue una revancha. El fin del bimetalismo era perjudicial para Francia, pero todavía lo era más para Alemania, que atesoraba cantidades todavía mayores de plata, que solo podría malvender.

La interpretación propuesta por Velde (2002) es interesante. Francia podría haber mantenido el bimetalismo a comienzos de la década de 1870, pero no tenía una capacidad de absorción ilimitada. Desde principios de la década, los yacimientos descubiertos en el Oeste americano impulsaron la producción de plata a nivel mundial (véase el gráfico); según la ley de Gresham, esta plata acabaría convertida en efectivo francés, desplazando al oro. ¿Y si otros países también abandonaban las monedas de plata e intentaban soltar la plata obsoleta en Francia?

El curso de la situación había cambiado por completo: ahora era Francia quien debía temer el aislamiento monetario en la plata si se ponía fin al bimetalismo. Ante este panorama, parecía mejor finiquitarlo mientras las tenencias de plata francesas fuesen pequeñas —y las de Alemania, grandes— que esperar y terminar con un montón de plata que el resto de los países avanzados no necesitaban para nada.

En consonancia con la interpretación de Velde, Francia no puso fin al bimetalismo de golpe, sino que el Tesoro recalcó que las restricciones a la acuñación de moneda de plata eran temporales y podrían eliminarse una vez que cesasen las entradas excesivas de plata: era una disimulada llamada a Alemania para que reconsiderase la reforma. Cuando estos esfuerzos fracasaron, la desaparición del bimetalismo fue irreversible. A comienzos de 1875, los mercados determinaron que el vínculo bimetálico había desaparecido, y en 1876 Francia suspendió por completo la acuñación de moneda de plata. Acababa de nacer el patrón oro clásico.

Consecuencias

Casi nadie recuerda ya que los primeros años del patrón oro fueron complicados. En el nuevo bloque del oro, una persistente deflación impulsó al alza las tasas de interés reales, lastrando los beneficios y la inversión. Estallaron conflictos distributivos entre deudores y acreedores, que envenenaron la atmósfera política. Los ciudadanos pronto se dieron cuenta de que las decisiones monetarias de comienzos de la década de 1870 tenían algo que ver. Se formaron grupos de interés favorables al bimetalismo, que reclamaban reinstaurar el antiguo régimen monetario. Esta cuestión fue objeto de debate en conferencias internacionales celebradas en 1878, 1881 y 1892 pero, como en la década de 1860, no lograron ningún consenso.

En julio de 1886 se produjo otro punto de inflexión: un buscador de oro de la región sudafricana de Witwatersrand encontró una roca que contenía trazas de oro. Al final, resultó que esta formaba parte de un enorme depósito de oro. La fiebre del oro resultante eclipsó incluso los descubrimientos realizados anteriormente en Australia y California. Este oro se inyectó a la masa monetaria, lo cual permitió a las economías con problemas de liquidez una rápida reflación. Cuando la deflación llegó a su fin, la preocupación por la deuda pasó a tener menos peso.

Fue el inicio de la Belle Époque, un período de rápido desarrollo económico, tecnológico y cultural que duró hasta la Primera Guerra Mundial. La prosperidad mejoró la reputación del patrón oro: vincular una moneda al oro pasó a ser sinónimo de buena gestión monetaria. Por esa razón, después de la Primera Guerra Mundial, las autoridades económicas quisieron restablecer el patrón oro, creando los “grilletes de oro” que más tarde agravarían la Gran Depresión.

Enseñanzas

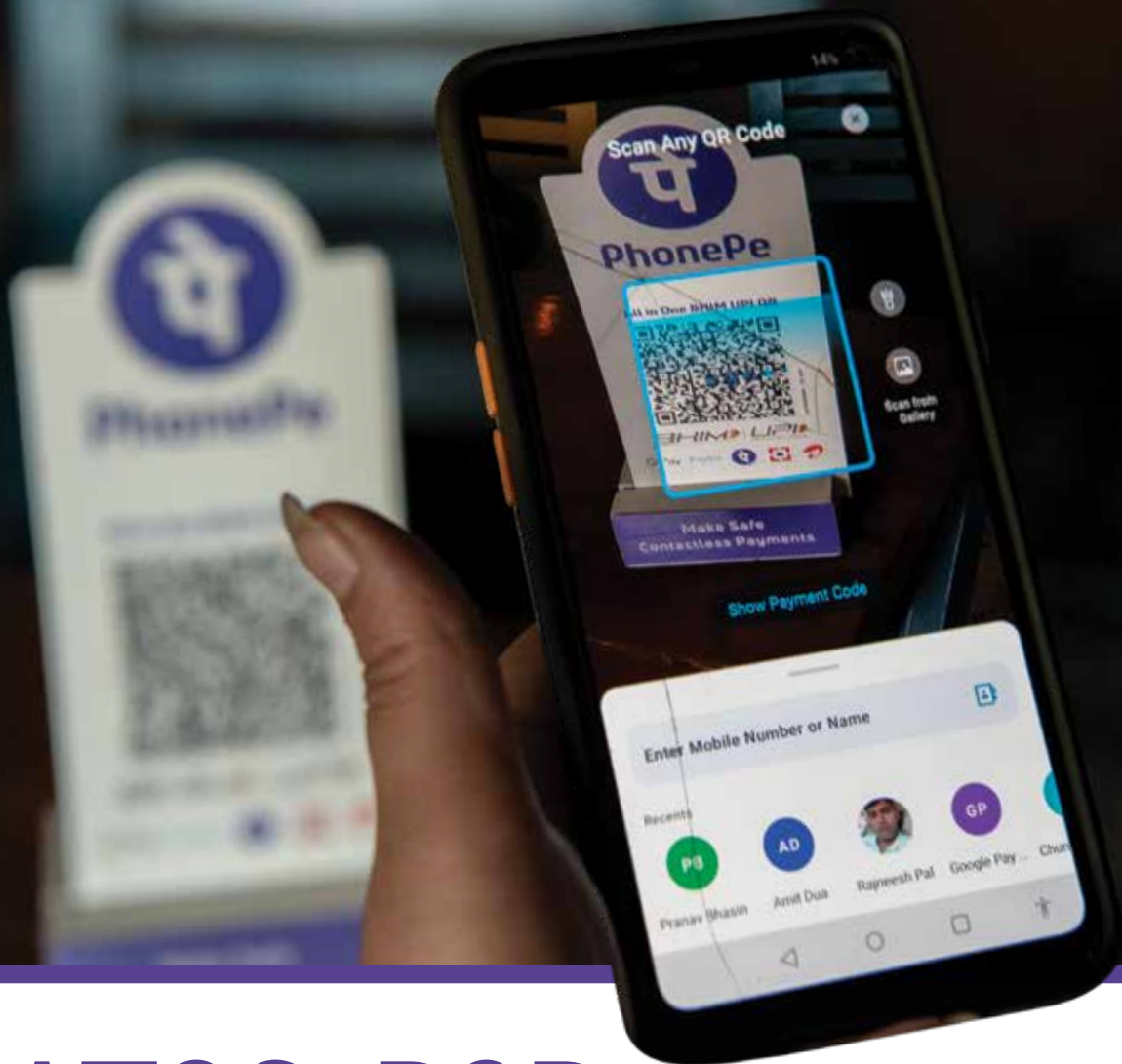
El bimetalismo funcionó bien mientras el entorno financiero fue estable y solo un país —Francia— necesitaba mantenerlo. Cuando las cosas se pusieron feas, mantener el bimetalismo hubiese sido beneficioso, pero habría requerido la cooperación internacional, y esta fracasó estrepitosamente.

Aunque el sistema monetario actual funciona de manera muy distinta al del siglo XIX, la estabilidad monetaria sigue siendo considerada un bien público mundial que requiere de la cooperación internacional. Es una característica fundamental que la estabilidad monetaria comparte con todos los bienes públicos mundiales, como el mantenimiento de la paz y la estabilidad, y la protección del clima del planeta. **FD**

JOHANNES WIEGAND es Asesor en el Departamento de Estrategia, Políticas y Evaluación del FMI.

Referencias:

- Flandreau, Marc. 1996. “The French Crime of 1873: An Essay on the Emergence of the International Gold Standard, 1870–1880.” *Journal of Economic History* 56 (4): 862–97.
- Flandreau, Marc, and Kim Oosterlinck. 2012. “Was the Emergence of the International Gold Standard Expected? Evidence from Indian Government Securities.” *Journal of Monetary Economics* 59 (7): 649–69.
- Velde, François R. 2002. “Following the Yellow Brick Road: How the United States Adopted the Gold Standard.” *Federal Reserve Bank of Chicago Economic Perspectives* 26 (2): 42–58.
- Wiegand, Johannes. 2019. “Destabilizing the Global Monetary System: Germany’s Adoption of the Gold Standard in the Early 1870s.” IMF Working Paper 19/32, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Wiegand, Johannes. 2022. “Pictures of a Revolution: Analyzing the Transition from Global Bimetallism to the Gold Standard in the 1860s and 1870s.” IMF Working Paper 22/119, International Monetary Fund, Washington, DC.



DATOS POR LA GENTE Y *para la gente*

India fomenta la innovación con una gobernanza de los datos que equilibra la intervención estatal con el liberalismo económico.

Siddharth Tiwari, Frank Packer y Rahul Matthan

La innovación en el ecosistema de infraestructuras públicas digitales de India no solo ha mejorado las funciones básicas al servicio de la sociedad, sino que también ha proporcionado una vía para democratizar los datos y colocarlos de nuevo en manos de la gente.

Durante siglos, los servicios públicos y privados se basaron en procesos que dependían de los documentos físicos y las personas, como la prestación de servicios y el control del cumplimiento de las leyes y normas vigentes. En la infraestructura digital, el código sustituye a las personas y el papel, lo cual redundará en una mayor eficiencia. La infraestructura digital, que funciona ininterrumpidamente y a bajo costo, puede ampliarse para llegar a un gran número de personas, y lograr así en pocos años avances que de otro modo habrían tardado varias décadas. Asimismo, la infraestructura pública digital, permite brindar servicios a todas las poblaciones de la sociedad, incluidas las comunidades marginadas.

La irrupción de la era digital también ha provocado una explosión del volumen de datos, de su

disponibilidad y de los modos de procesarlos. A escala mundial, un puñado de proveedores de servicios como Facebook, Google y Apple controlan cantidades ingentes de valiosísimos datos de los consumidores, que agregan y explotan en su propio beneficio. Este acceso asimétrico a los datos hace difícil que la población pueda aprovechar sus datos personales para su propio beneficio.

Esta cuestión reviste especial importancia porque la infraestructura digital pública puede mejorar mucho el acceso a las finanzas basado en los datos. Se ha documentado a escala mundial que, sin garantías tangibles, una gran mayoría de la población adulta no puede obtener préstamos en el sistema financiero. La información que se obtiene de las actividades cotidianas que las personas realizan en línea crea un “capital de información” que reduce los costos de transacción, la asimetría de información entre prestatarios y prestamistas y la dependencia de las garantías físicas. Cuando tienen acceso a sus datos y los controlan, las personas también pueden generar capital de información.

Muchos reguladores han procurado atacar el problema del acaparamiento de datos por parte de empresas privadas con políticas para frenar el abuso de los datos, pero estas políticas también han impedido su aprovechamiento, particularmente en beneficio de la población en general.

No obstante, dentro del marco de la arquitectura financiera digital de India, las salvaguardias de privacidad no vienen impuestas por leyes y normativas, sino que forman parte del propio diseño técnico de la infraestructura pública digital. Los beneficios que se extraen de los datos son universales, sin que eso socave los derechos individuales. Este enfoque de la gobernanza de datos equilibra la intervención estatal con el liberalismo económico. La combinación de elementos privados y públicos propicia una mejor reglamentación e innovación.

Ante todo, digital

La infraestructura pública digital de India se ha desarrollado rápidamente desde 2009 por tres motivos principales. En primer lugar, la visión estratégica consiste en diseñar la infraestructura pública digital en forma de ejes, cada uno de los cuales responde a una necesidad específica. En segundo lugar, la innovación tecnológica en varios de estos ejes ha creado una potente batería integrada de aplicaciones, conocida como “India Stack”, que puede ampliarse para dar servicio a la diversa población de un país de más de 1.000 millones de habitantes que viven en 29 estados y hablan 22 idiomas. En tercer lugar, la infraestructura pública digital se ha implantado en múltiples sectores.

A diferencia de otros países, donde el desarrollo de la infraestructura digital corrió en gran medida a cargo de empresas privadas, India puso en marcha un singular

modelo de infraestructura digital pública, diseñada y controlada públicamente, pero implantada de forma privada.

Gracias a este enfoque, el sector público ha dejado de ser responsable de todas las etapas de la prestación de servicios, por ejemplo, en los sectores de pagos, educación y salud. El despegue de la digitalización en todo el país ha propiciado una mayor penetración y armonización de las plataformas de diversos servicios públicos. Ahora, en el contexto de las asociaciones público-privadas, mientras el sector público se centra en el marco regulatorio, el sector privado se ocupa de la interfaz con el consumidor y la prestación de servicios. Esta estrategia también ha reducido las brechas de inclusión.

La infraestructura pública digital de India, construida dentro del sistema normativo, ha permitido a su población acceder a la economía formal mediante una identidad digital verificable; participar en el mercado nacional a través de un sistema de pago rápido; y garantizar mejoras de bienestar en las finanzas, la salud y el comercio gracias al aprovechamiento e intercambio de datos.

Identidad verificable: La identidad verificable, o un documento que certifique la identidad de cada persona, es un elemento clave de toda economía y de su nivel de inclusión financiera. En 2008, solo una de cada ocho personas en India tenía una identidad verificable. En 2009, se puso en circulación en el país un documento de identidad verificable, conocido como *Aadhaar*, como parte de una infraestructura pública digital que acabó abarcando a más de mil millones de personas, incluidas las que no sabían leer ni escribir.

Esta identificación digital fomentó la inclusión financiera. En menos de 10 años, la proporción de adultos con cuenta bancaria pasó del 25% a más del 80%. Dado que la inclusión financiera va de la mano del desarrollo económico y del PIB per cápita, una estimación tosca hace pensar que de haber recurrido solo a esquemas tradicionales de crecimiento, India habría tardado casi 50 años en lograr el mismo aumento de la inclusión.

Un sistema de pagos rápidos: Para los consumidores, el sistema de pago rápido —otro componente de la infraestructura pública digital— es un canal seguro y más cómodo para transferir dinero y pagar las facturas. Para las empresas, es una forma eficiente de gestionar las ventas y existencias y de reducir los gastos generales. El gobierno, por su parte, obtiene un canal sin filtraciones para las prestaciones sociales y otros pagos a los ciudadanos, incluidos los grupos a los que es difícil llegar.

Los sistemas de pago eficientes reducen la necesidad de efectivo en una economía y, a su vez, propician un mayor crecimiento económico. El sistema de pagos rápidos de India, denominado Interfaz Unificada de Pagos (UPI) y gestionado por la Corporación Nacional de Pagos de India,

una entidad sin fines de lucro, es un ejemplo de cómo el regulador (por ejemplo, el banco central) y el regulado (los bancos comerciales) pueden gestionar juntos un sistema de pagos a modo de infraestructura pública digital voluntaria que funciona sin interrupción. La interoperabilidad de la UPI permite que los servicios de pago en línea, como PhonePe, Paytm y Google Pay, se conecten a su servicio, y el costo de funcionamiento del eje de pagos corre a cargo de los bancos comerciales participantes.

Este sistema ofrece todas las ventajas de una red de grandes sistemas tecnológicos, como transferencias instantáneas y comisiones casi nulas, sin las desventajas de los monopolios. A finales de 2022, la UPI procesaba casi 8.000 millones de transacciones al mes, aproximadamente un 70% más que el año anterior. De hecho, los ejes de comercio digital, potenciados por los sistemas de pago digitales, amortiguaron los peores estragos de los confinamientos impuestos en el país durante la pandemia de COVID19.

Amplias posibilidades de aplicación: La pandemia ha demostrado el poder de la infraestructura pública digital más allá de las finanzas. Entre las soluciones eficaces generadas a escala de todo el sistema están el desarrollo y la distribución de vacunas, que han salvado vidas, el comercio electrónico, que ha preservado empleos y medios de subsistencia, y la enseñanza impartida digitalmente, que ha minimizado las pérdidas de escolarización.

En el sector de la salud, por ejemplo, los ejes digitales facilitan el intercambio de datos en todo el ecosistema médico para que los hospitales, los laboratorios y las instituciones de investigación puedan beneficiarse por igual de la información en tiempo real, con el consentimiento de los pacientes y por su propio bien. El acceso sencillo a los historiales completos de los pacientes, en los que constan síntomas, antecedentes médicos y otros datos, permite al personal médico ofrecer diagnósticos y tratamientos más precisos.

En cuanto a la información sobre capacidades, los ejes públicos digitales son canales seguros para intercambiar referencias profesionales que pueden consultarse desde cualquier lugar. En un mundo en el que las personas tienen cada vez más movilidad, la capacidad de certificar sus propias cualificaciones puede dotar a la gente de enormes recursos.

En el sector de la educación, los ejes digitales complementan las prácticas existentes y ofrecen herramientas que permiten a profesores, estudiantes e instituciones educativas alcanzar las metas de aprendizaje en todo el país. Aportan nuevos medios de enseñanza y evaluación que pueden difundirse de un modo que genera resultados de aprendizaje personalizados.

Arquitectura para aprovechar los datos

Las infraestructuras digitales contienen cantidades colosales de datos. Si bien las leyes restringen la cantidad de datos que pueden recopilarse, su uso y el tiempo que pueden conservarse, a menudo los consumidores no pueden acceder a sus propios datos porque se almacenan en silos de propiedad privada y en formatos incompatibles. Dada la cantidad de datos, así como la necesidad de mantener la seguridad y los bajos costos de transacción, solo un sistema digital puede devolver el control a los consumidores y las empresas.

La Arquitectura de Potenciación y Protección de Datos (DEPA) de India ofrece una solución tecnolegal que permite a las personas hacer efectivos sus derechos sobre los datos mediante un sistema de intercambio de datos basado en el consentimiento. Ofrece un alto nivel de seguridad y tiene bajos costos de transacción (unos USD 0,07 por cada extracción de datos), que pagan los usuarios del servicio. Esta arquitectura combina la infraestructura pública digital con la innovación impulsada por el mercado privado. El intercambio de datos solo ocurre previo consentimiento detallado, en el que se especifican los datos que se solicitan, el tiempo que se conservarán y quién los procesará. Los protocolos también permiten a las personas y empresas, o a los titulares de los datos, revocar su consentimiento, auditar las transacciones de datos e imponer requisitos de seguridad al proceso de intercambio.

He aquí cómo funciona en la práctica un sistema de intercambio de datos en el sector financiero basado en el consentimiento. El gráfico ilustra la infraestructura pública digital que permite ofrecer servicios de crédito, seguros y gestión patrimonial mediante el intercambio autorizado de datos en un sistema basado en principios de privacidad bien establecidos.

En esta serie de transacciones, la entidad que gestiona los consentimientos conoce la identidad de los usuarios o proveedores de datos, pero ignora el contenido de los datos que se transfieren. En cambio, los usuarios (proveedores) conocen el contenido de los datos, pero ignoran la identidad del proveedor (usuario). La entidad de gestión de los consentimientos separa los flujos de datos de los flujos de consentimientos, lo que garantiza la eficacia de la transferencia de datos y el respeto de la privacidad. Por ejemplo, en respuesta a una solicitud de un cliente un banco puede compartir el historial de gastos de ese cliente para una solicitud de crédito, pero sin conocer la finalidad de la solicitud ni la identidad del receptor de los datos.

Este sistema entró en funcionamiento en el sector financiero de India el año pasado, y hoy en día unos 1.100 millones de cuentas individuales en el sistema pueden explotar el valor de sus datos. Las experiencias

particulares demuestran que gracias al sistema el tiempo necesario para acceder al crédito se ha reducido de meses a días. Por ejemplo, una pequeña empresa que tuvo graves problemas de liquidez cuando sus planes de expansión se vieron frustrados para la pandemia de COVID-19 pudo conseguir financiamiento y evitar la quiebra gracias a la posibilidad de compartir fácilmente sus datos financieros.

Ahora bien, la experiencia de India no ha estado exenta de dificultades. A falta de una ley nacional de protección de datos, el marco nacional de consentimiento de datos se elaboró bajo la supervisión del banco central, no la de un regulador especializado en protección de datos. El nuevo proyecto de ley de India hace referencia específica al mandato técnico y regulador de la entidad gestora del consentimiento, que es esencial en el marco de la DEPA, y cuando se promulgue, será clave para sentar las bases para la regulación y supervisión de la DEPA.

Gestión de gobierno de datos

Las conclusiones de India y, en general, las de numerosas jurisdicciones de todo el mundo (Australia, Singapur, el Reino Unido y la Unión Europea, por citar algunas) demuestran la central importancia de los datos para obtener resultados justos y tangibles para la ciudadanía. Una característica clave de la infraestructura pública digital es que puede diseñarse para que los particulares y las empresas utilicen sus datos en su propio beneficio.

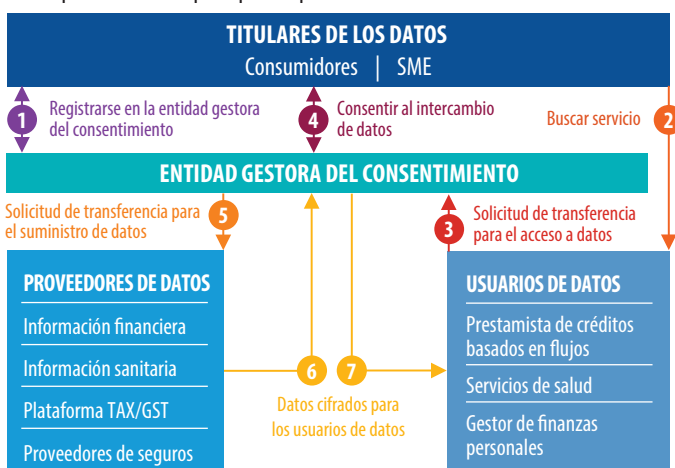
De la experiencia de India se pueden extraer las siguientes recomendaciones para otros países que estén pensando en adoptar una infraestructura pública digital:

- Los ciudadanos deben tener derecho a acceder a sus datos, dondequiera que estén almacenados, y a explotarlos para beneficio propio.
- Las normas de acceso y uso deben ser prácticas y claras y deben permitir a los usuarios acceder a sus datos y compartirlos con su consentimiento, a un costo razonable y con respeto a su privacidad y seguridad.
- El sistema debe ser digital y los principios de protección de datos deben estar integrados en la tecnología, dada la gran cantidad de datos implicados y la necesidad de garantizar su seguridad con bajos costos de transacción.

En los últimos tiempos, altas autoridades de Australia, Francia, India, Japón, Rwanda, el Banco de Pagos Internacionales y la Comisión Europea han deliberado sobre posibles formas de potenciar los datos y han afirmado la importancia de reforzar el doble objetivo de las políticas: privacidad e innovación impulsada por los datos mediante protocolos técnicos abiertos e interoperativos. La gestión de gobierno de los datos también se ha convertido en un aspecto esencial de algunas nuevas iniciativas comerciales regionales en Asia y el Pacífico. El Acuerdo de Asociación

Potenciar el intercambio de datos

El ecosistema público digital de India permite proveer servicios financieros gracias a la fluidez del intercambio de datos con consentimiento, que garantiza el cumplimiento de los principios de privacidad de los datos.



Fuentes: Tiwari, S., S. Sharma, S. Shetty y F. Packer. 2022. "The Design of a Data Governance System". BIS Paper 124, Banco de Pagos Internacionales, Basilea.

Nota: El diagrama representa el sistema de intercambio de datos que aplica la Arquitectura de Potenciación y Protección de Datos de India; GST = impuesto sobre bienes y servicios; SME = expertos en la materia.

de Economía Digital entre Chile, Nueva Zelandia y Singapur y el Marco Económico del Indo-Pacífico para la Prosperidad son dos ejemplos recientes de ello.

Las infraestructuras públicas digitales y la potenciación de los datos serán los temas centrales de la presidencia india del G20 en 2023. Para lograr avances en todo el mundo, es necesario un mecanismo de gobernanza mundial que propicie normas tecnológicas abiertas, la coordinación reglamentaria entre las múltiples partes interesadas y la acreditación interoperativa. Y, no menos importante, la coordinación internacional es esencial para la correcta gestión del gobierno de las transacciones transfronterizas. Es todavía prematuro hablar de normas comunes para la gobernanza de datos, pero en entornos informales y en instituciones internacionales ya se está hablando de los parámetros generales que podrían regir dichas normas.

En adelante, la comunidad mundial debe promover estos diálogos y animar a los países con ideas afines a que compartan sus experiencias y amplíen el alcance de las prácticas óptimas sobre la gestión del gobierno de los datos. La prolongada falta de instituciones que representen los intereses mundiales en el ámbito digital es una gran laguna en la actual arquitectura internacional. **FD**

SIDDHARTH TIWARI, miembro de Chatham House, Londres, fue jefe de la Oficina para Asia y el Pacífico del Banco de Pagos Internacionales y director del Departamento de Estrategia, Políticas y Evaluación del FMI.

FRANK PACKER es asesor regional de la Oficina para Asia y el Pacífico del Banco de Pagos Internacionales.

RAHUL MATTHAN es socio de Trilegal.

Predecir los precios

Las expectativas de inflación de hoy probablemente serán la realidad de la inflación del mañana

Francesco Grigoli



¿HA NOTADO que los productos en la tienda del barrio están más caros y que su sueldo no alcanza para comprar tanto como antes? En muchas partes del mundo, los precios de los bienes y servicios están subiendo con una rapidez no observada en 40 años. Los periódicos y otros medios de comunicación por lo general informan la cifra de inflación más reciente, es decir, la variación de precios con respecto al mismo mes el año anterior, pero las autoridades se fijan más en las expectativas de inflación.

Las expectativas inflacionarias describen el ritmo al que la gente estima que los precios aumentarán o disminuirán en el futuro. Por ejemplo, si piensa que un automóvil que hoy en día cuesta USD 20.000 costará USD 22.000 en un año, su expectativa inflacionaria sobre los automóviles es de 10%. Si piensa que el automóvil costará USD 18.000, su expectativa inflacionaria es de -10%. Y su expectativa inflacionaria es 0 si piensa que el precio del automóvil no variará. Si este ejemplo se amplía para abarcar todos los bienes y servicios que típicamente se consumen en un país se obtiene la cifra que denota las expectativas de inflación global.

Las expectativas inflacionarias revisten importancia porque las expectativas inflacionarias de hoy

probablemente se convertirán en la inflación *efectiva* de mañana. Si prevé que un automóvil será 10% más barato el año próximo, es probable que espere hasta que los precios bajen para comprarlo. Esta disminución del consumo frena el crecimiento económico porque reduce la demanda y ejerce más presión a la baja sobre los precios. Pero si prevé que el automóvil va a costar un 10% más, es probable que lo adquiera de inmediato para evitar pagar el precio más alto después. Esto incrementa la demanda en la economía y empuja los precios al alza.

Las expectativas inflacionarias también inciden en las negociaciones salariales. Si prevén que los precios subirán un 10%, los trabajadores y sus sindicatos solicitarán a los patronos un aumento salarial de por lo menos la misma proporción para que su poder adquisitivo no se vea erosionado. Los trabajadores incluso podrían convocar a una huelga para ejercer más presión. Las empresas entonces subirán sus precios para proteger sus márgenes de ganancia del aumento en los costos salariales. Esto puede desencadenar lo que se conoce como “espiral salarios-precios”, es decir, inflación que provoca aumentos de salarios, que a su vez generan aún más inflación.

Medir las expectativas inflacionarias

Tradicionalmente, las expectativas de inflación se miden por medio de encuestas realizadas por bancos centrales, universidades o instituciones privadas. La Universidad de Michigan, por ejemplo, lleva a cabo una encuesta mensual en la que se les pide a por lo menos 600 hogares de todo Estados Unidos que pronostiquen la inflación lo más exactamente posible. Algunas encuestas recopilan pronósticos de analistas profesionales en bancos o empresas financieras. Otros cotejan respuestas de tiendas y otros negocios que en verdad son los que fijan los precios que pagan los consumidores.

Las expectativas pueden variar considerablemente entre grupos de personas y dentro de los propios grupos. A los profesionales que se dedican a elaborar pronósticos se les paga por analizar toda la información disponible, y sus previsiones sobre la inflación suelen ser las más exactas. Pero incluso estos expertos no se ponen de acuerdo, sobre todo a la hora de predecir la inflación en países donde los precios son más volátiles.

Las discrepancias acerca de las expectativas de inflación son aún mayores entre hogares y empresas. Una razón es que la mayoría de la gente no dedica mucho tiempo a pensar en la inflación y no consideran que esta incida

directamente en sus vidas, un fenómeno que se conoce como “inatención racional”. En cambio, quizá suponen que todos los precios fluctúan en paralelo con el costo de un solo artículo que compran con frecuencia, por ejemplo, combustible. Es posible que algunas personas tengan la expectativa de que los precios van a subir, mientras que otras piensan que van a bajar. Un promedio simple no lograr captar esta complejidad.

Mantener la estabilidad de precios

La mayoría de los bancos centrales procuran mantener la tasa de inflación en un nivel estable, conocido como “meta”. Las expectativas de inflación tienden a convertirse en inflación efectiva, y de ahí que el banco central tenga interés en gestionar las expectativas de inflación y mantenerlas tan próximas a la meta como sea posible. Dicho de otro modo, a los bancos centrales les interesa mantener las expectativas de inflación “ancladas” al nivel fijado como meta a fin de alcanzar su objetivo primordial, la estabilidad de precios.

Los bancos centrales son conscientes de que anclar las expectativas inflacionarias a corto plazo es prácticamente imposible porque obedecen en gran medida a acontecimientos recientes, como una inundación o una sequía que destruye un cultivo y eleva los precios de los alimentos. Más bien, se concentran en gestionar las expectativas de inflación a mediano plazo, por lo general a dos a tres años. Este es el “horizonte de la política” para el cual tienen herramientas que pueden influir en la inflación.

Si la inflación se sitúa por encima de la meta, el banco central puede elevar su tasa de política monetaria a corto plazo y también influir en las tasas a más largo plazo para que a los hogares y a las empresas les sea más caro endeudarse. El mayor costo del crédito significa que a la gente le resulta más caro gastar. Esto moderará la demanda y, por ende, desacelerará la inflación y hará que descendan las expectativas inflacionarias.

Otra manera de influir en las expectativas inflacionarias dentro del horizonte de la política es mediante comunicaciones que emiten señales sobre la orientación futura de la política monetaria. Esta herramienta para indicar la probable orientación de la política, conocida en inglés como “*forward guidance*”, se popularizó cuando las tasas de política monetaria de muchos bancos centrales quedaron atascadas en un nivel igual o cercano a cero durante más o menos los 10 años que siguieron a la crisis financiera de 2008–09. Muchos bancos centrales se resistieron a llevar las tasas de política monetaria a territorio negativo. E incluso cuando las tasas de política eran negativas, los bancos centrales hicieron más precisos sus mensajes sobre la política futura a fin de estimular la demanda y encaminar las expectativas de inflación para que vuelvan a subir al nivel fijado como meta.

Credibilidad del banco central

Anclar las expectativas inflacionarias no es una tarea fácil. Imaginemos una situación en que las expectativas inflacionarias están por encima del nivel fijado como meta y el banco central rebaja las tasas de interés en lugar de subirlas. En este escenario, el crédito se abarataría, la demanda experimentaría un auge y los precios se alejarían más de la meta. La gente se daría cuenta de que el banco central no asume con seriedad su mandato de buscar la estabilidad de precios. Entonces, al ser preguntada sobre sus expectativas de inflación, la gente probablemente mencionará cifras superiores a la meta. Dado que la expectativa de inflación tiende a convertirse en inflación efectiva, esto mantendría la inflación por encima del nivel fijado como meta por mucho más tiempo; esto representa un *costo* para un banco central que carece de credibilidad.

Consideremos en cambio el caso de un banco central que goza de credibilidad y que está firmemente comprometido con la estabilidad de precios. Aun si la inflación se desvía de la meta, la gente cree que el banco central hará lo que sea necesario para restaurar la estabilidad de precios. Así, es posible que la gente no altere sus expectativas acerca de la inflación dentro del horizonte de la política de dos a tres años.

Alcanzar este grado de credibilidad lleva su tiempo y no siempre es fácil. Un banco central tiene que actuar constantemente en coherencia con su mandato de estabilidad de precios, de modo que la gente confíe en que siempre estará preparado para reducir al mínimo cualquier divergencia de las expectativas inflacionarias con respecto a la meta. En algunos casos, esto puede implicar disyuntivas complicadas, como elevar las tasas de interés para moderar las presiones de los precios, aun cuando la economía es débil y el desempleo está en aumento, por ejemplo. Pero una vez que las expectativas inflacionarias están firmemente ancladas, el banco central puede ser mucho menos enérgico y aun así lograr la estabilidad de precios. Si las expectativas inflacionarias rebasan el nivel fijado como meta o se quedan cortas, la diferencia tenderá a corregirse por sí sola, y los episodios de inflación se disiparán más pronto; esto representa un *beneficio* en el caso de un banco central que goza de credibilidad. A su vez, permite que el banco central enfoque la política monetaria en el logro de objetivos secundarios, como fomentar el crecimiento económico y el empleo.

Las cifras de inflación que aparecen en el periódico todos los meses son importantes. Pero para las perspectivas de una economía y para la dirección futura de las tasas de interés, quizá sean más importantes las expectativas de inflación. **FD**

FRANCESCO GRIGOLI es Economista Principal en el Departamento de Estudios del FMI.



En defensa de la globalización

La historia indica que para atajar la inflación hay que fomentar el comercio internacional, no lo contrario

Harold James

La actual escalada de la inflación es consecuencia de la interacción entre los trastornos de las cadenas de suministro y los abultados déficits fiscales. La pandemia, seguida de la invasión rusa de Ucrania, alteró drásticamente las cadenas de suministro y generó escasez. Los países industriales ricos respondieron a la escasez, las desigualdades y las tensiones sociales con grandes paquetes de medidas fiscales. El resultado fue una espiral en la que el incremento del gasto dio lugar a una mayor demanda, que a su vez originó más déficits. Y a esto podría seguir otra espiral negativa. El encarecimiento de los alimentos y combustibles podría ocasionar descontento, protestas e incluso revoluciones y el colapso de gobiernos en todo el mundo.

Puede parecer que la espiral inflacionaria presagia un mundo muy diferente, dividido en bloques que compiten entre sí y aplican costosas estrategias de *friendshoring*, las cuales suponen dirigir el comercio hacia países y regímenes aliados al tiempo que se busca poner obstáculos a los rivales. Los Estados grandes están replanteándose las ventajas de la globalización e intentan proteger los recursos que consideran vitales o estratégicos. Todos estos ingredientes

se combinan en una receta para el estancamiento del crecimiento económico mundial.

Si bien la globalización ha sido objeto de ataques en el último tiempo, la historia da a entender que podría no ser el blanco adecuado a la hora de renovar las políticas y que la globalización ofrece un antídoto contra las espirales inflacionarias. Las crisis de hambre de mediados del siglo XIX y la crisis del petróleo de la década de 1970 desataron, en un primer momento, intensas olas de inflación a nivel mundial. En ambos casos, nuevas tecnologías alteraron radicalmente los sistemas mundiales de suministro, lo que amplió la globalización y dio lugar a largos períodos de desinflación. De ese modo, la inflación galopante finalmente llevó al mundo a una mayor globalización, y no a una menor, que aportó amplias ventajas.

Es probable que las mismas fuerzas entren en juego hoy en día. El entorno favorable de precios de principios del siglo XXI fue el resultado de mejores políticas de los bancos centrales, pero también reflejó la apertura de los mercados mundiales de bienes y trabajo. La existencia de un mercado mundial de trabajo provocó la baja de los salarios en los

países ricos, al tiempo que los países más pobres buscaban la estabilidad monetaria para poder acceder a los mercados mundiales sin perturbaciones.

Las autoridades económicas y el mundo académico identificaron la relación entre la globalización y la transición hacia la inflación baja en todo el mundo: en primer lugar, en los países industriales ricos, luego en los mercados emergentes de Asia y, por último, incluso en América Latina, donde la inflación había sido un modo de vida. En 2005, el entonces presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan, afirmó que la globalización y la innovación eran “elementos esenciales de cualquier paradigma capaz de explicar los acontecimientos de los últimos 10 años”, o lo que se denominó la Gran Moderación. Posteriormente, en 2021, el actual presidente de la Reserva Federal, Jay Powell, hizo referencia a “fuerzas desinflacionarias sostenidas, como la tecnología, la globalización y, probablemente, factores demográficos”.

Existe un patrón histórico según el cual la globalización impulsa la desinflación. Lo que generalmente se considera la primera era de la globalización moderna comenzó a mediados del siglo XIX con las crisis de hambre, y se vio interrumpida por la Primera Guerra Mundial, seguida de la Gran Depresión. Más tarde, en la década de 1970, surgió un nuevo estilo de globalización. Ambos puntos de inflexión —tanto en las décadas de 1840 y 1850 como en la de 1970— comenzaron con situaciones de escasez y auges inflacionarios (véanse los gráficos 1 y 2).

Tecnologías transformadoras

En ambos casos, los avances tecnológicos en el ámbito del transporte promovieron una globalización innovadora. La máquina de vapor fue la que permitió abrir continentes con ferrocarriles y surcar océanos con barcos de vapor. Tras la década de 1970, el contenedor de transporte redujo notablemente los costos de envío de mercancías. Pero, en realidad, esos inventos se habían creado bastante tiempo antes. Matthew Boulton y James Watt ya construían máquinas de vapor operativas en la década de 1770, y el primer buque portacontenedores apareció en 1931.

En cada caso fue necesario un shock drástico para convertir ideas intrigantes en tecnologías transformadoras: las crisis de hambre de mediados del siglo XIX y luego el aumento de los precios del petróleo en la década de 1970. Las disrupciones ocasionadas por los grandes incrementos de los precios son las que crearon las circunstancias necesarias para reconocer el poder transformador de las innovaciones. Los grandes beneficios solo se obtuvieron al atravesar situaciones de escasez.

La adopción generalizada de las innovaciones dependió de decisiones en materia de políticas, empezando por la eliminación de los obstáculos al comercio. Al revolucionarse el gobierno, las autoridades públicas asumieron muchas más tareas relacionadas con la gestión de la economía, incluidas la orientación del curso de la liberalización del comercio y la redacción de leyes que marcaron nuevos rumbos para

la actividad empresarial. En el siglo XIX, el ámbito de los negocios se reestructuró mediante nuevas formas de empresas, como las sociedades anónimas de responsabilidad limitada y los bancos universales que movilizaban capital de maneras novedosas. La combinación de nuevos suministros de oro y la innovación bancaria produjo auges monetarios y de precios.

La estabilidad de los precios y el orden monetario se restituyeron y propiciaron un consenso en torno a un marco monetario estable y aplicable a nivel internacional, ya que los países buscaban un mecanismo que les permitiera atraer capitales o globalizarse aún más. En el siglo XIX, ese mecanismo fue el patrón oro. A finales del siglo XX, fue la estrategia moderna de fijación de metas de inflación por parte de los bancos centrales. A esto siguió una nueva visión de estabilización monetaria y refocalización del gobierno en tareas esenciales.

¿Es realista esperar que se repita la misma dinámica hoy? Históricamente, la respuesta inicial a una situación de volatilidad amenazante ha sido correr en la dirección contraria y buscar una mayor autosuficiencia. Sin embargo, ese camino rara vez lleva a buen puerto. Aumenta los costos y azuza la inflación, y hace que las soluciones atractivas sean más difíciles de aplicar. En particular, los interrogantes sobre el diseño institucional —cómo redactar nuevas leyes empresariales, administrar las adquisiciones públicas o utilizar nuevos sistemas financieros— no son fáciles de responder. Las tecnologías innovadoras exigen una importante labor de aprendizaje, en la que la experiencia de otros países resulta invaluable.

Consecuencias políticas

Durante las transiciones anteriores, eran pocas las personas que se sentían a gusto, ya que había inestabilidad. A mediados del siglo XIX se produjeron derrocamientos de gobiernos en todo el mundo, y no fue inmediatamente evidente que los sucesores fueran mejores, más competentes o más eficaces. Necesitaban aprender. En la década de 1970, existía una duda generalizada y corrosiva sobre la viabilidad de la democracia. El mundo contempló múltiples crisis cuya complejidad se asemeja a la de las crisis actuales. Pero hubo una salida. Las sociedades, los votantes y, en consecuencia, los dirigentes políticos comenzaron a hacer comparaciones con ajustes y experimentos de otros lugares. A mediados del siglo XIX, y también en la década de 1970, pronto quedó claro que a los gobiernos que no se abrían al mundo no les iba tan bien como a otros.

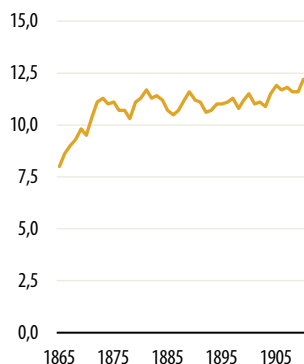
Ya hay indicios del proceso de aprendizaje actual. Por circunstancias fortuitas de su sistema político, el Reino Unido comenzó un proceso de desvinculación política, normativa y económica en 2016 a partir de la votación del *brexít*. Para 2022, los costos eran mucho más evidentes, y la alternativa radical de tratar de impulsar un crecimiento independiente fracasó rotundamente en el breve gobierno de la Primera Ministra Liz Truss. El Reino Unido se convirtió en un ejemplo de lo que no se debe hacer. Los movimientos populistas antiglobalización de toda Europa que, en un

Gráfico 1

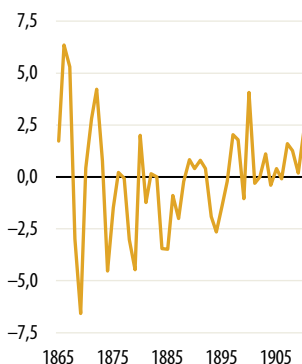
La primera era de la globalización

Con la llegada de las locomotoras y los barcos de vapor en el siglo XIX, los costos de transporte se redujeron radicalmente, y el comercio mundial aumentó al bajar la inflación provocada por la Gran Hambruna.

Comercio mundial de bienes
(como porcentaje del PIB)



Indicador indirecto de la inflación de precios al consumidor
(inflación de precios al consumidor en el Reino Unido, en porcentaje)



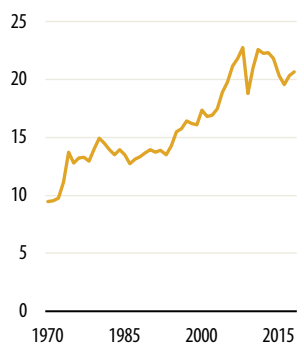
Fuentes: Catão, Luís A. V., y Maurice Obstfeld, a cargo de la redacción. 2019. *Introduction to Meeting Globalization's Challenges: Policies to Make Trade Work for All*. Princeton, NJ: Princeton University Press; Banco de Inglaterra, base de datos A Millennium of Economic Data (hasta 2016).

Gráfico 2

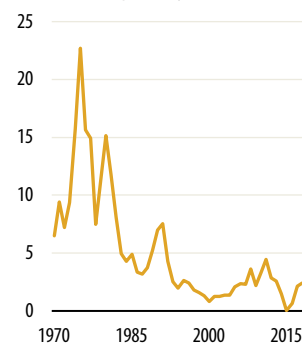
Globalización e inflación

Tras el drástico aumento de la inflación desencadenado por los shocks del petróleo en la década de 1970, la tecnología de los nuevos contenedores de transporte estimuló una expansión renovada del comercio mundial, al tiempo que el alza de precios al consumidor sufría una pronunciada desaceleración.

Comercio mundial de bienes
(como porcentaje del PIB)



Indicador indirecto de la inflación de precios al consumidor
(inflación de precios al consumidor en el Reino Unido, en porcentaje)



Fuentes: Catão, Luís A. V., y Maurice Obstfeld, a cargo de la redacción. 2019. *Introduction to Meeting Globalization's Challenges: Policies to Make Trade Work for All*. Princeton, NJ: Princeton University Press; Banco de Inglaterra, base de datos A Millennium of Economic Data (hasta 2016); y FMI, base de datos de *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO).

primer momento, se habían visto cautivados por el atractivo de una postura anti Unión Europea, retrocedieron rápidamente.

Hoy en día, están aumentando las protestas contra las autocracias y las democracias por igual. Un tema común es el descontento con las actuales formas de gestionar las pandemias, las guerras e incluso la tecnología de la información.

Al mismo tiempo, podemos vislumbrar las nuevas tecnologías que producirán un mejor crecimiento y una capacidad superior para afrontar la amplia gama de problemas contemporáneos, relativos a la salud, la política energética, el clima e incluso la seguridad. Todos ellos exigen medidas y coordinación transfronterizas. Los equivalentes a la máquina de vapor o al buque portacontenedores son los avances científicos que ya existen. Por ejemplo, la vacuna de ARN mensajero ya venía desarrollándose lentamente desde la década de 1990, sobre todo como respuesta a enfermedades tropicales poco frecuentes. Luego su uso contra la COVID-19 proporcionó un modelo y actualmente se está aplicando para el tratamiento de otras enfermedades, en especial algunos tipos de cáncer.

Del mismo modo, las posibilidades técnicas de la medicina o la educación a distancia ya existían mucho antes de la pandemia. Ante las necesidades, su aplicación se volvió rápidamente algo habitual y dio inicio a una revolución que podría facilitar un acceso más amplio y económico. El teletrabajo —incluso a través de las fronteras políticas— es el equivalente a las revoluciones de las comunicaciones del pasado. La aplicación de la tecnología de la información hace que podamos comunicarnos más al tiempo que nos movemos menos.

Una forma inicial de globalización centrada en torno a la Revolución Industrial dio lugar al intercambio de bienes manufacturados provenientes de unos pocos países por materias primas de muchos países del resto del mundo. La década de 1970 fomentó la globalización con cadenas de suministro cada vez más complejas. Las crisis actuales están generando un tipo de globalización diferente, determinada por los flujos de información. Se observarán marcados contrastes en cuanto a la competencia con que las sociedades responderán a la nueva revolución de datos. La dinámica actual de la globalización podría crear una revolución de la optimización de los sistemas, y lograr así que el resultado de los cambios técnicos anteriores sea menos costoso y más accesible. En ese sentido, la globalización es la verdadera Ley de reducción de la inflación. **FD**

HAROLD JAMES es profesor de Historia y Asuntos Internacionales de la Universidad de Princeton e historiador del FMI.

Lecciones de la historia

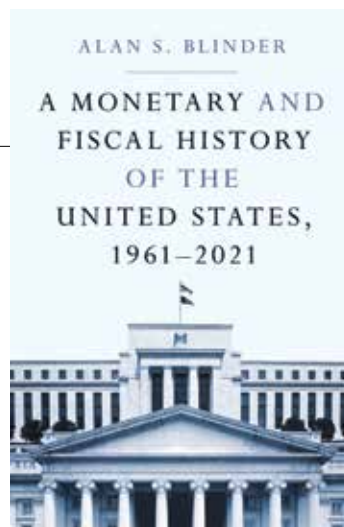
A PESAR DE LAS CRISIS GEMELAS de este siglo (la crisis financiera de 2008 y la pandemia mundial de 2020), vivimos en un mundo creado por los banqueros centrales de los años ochenta y noventa. Fue en ese entonces cuando los economistas demostraron empíricamente la relación entre la independencia de los bancos centrales y la estabilidad de precios; políticos de toda orientación homenajearon la sabiduría de los banqueros centrales respecto a la estabilidad de los mercados, la diplomacia internacional, la reforma jubilatoria y la política fiscal; y los mercados se extasiaban ante cada última palabra que pronunciaban los banqueros centrales.

En su nuevo libro, Alan Blinder —el afamado economista y ex Vicepresidente de la Fed involucrado en la política fiscal y monetaria durante esa era dorada— celebra la sabiduría de los banqueros centrales, pero también destaca sus a veces inquietantes incursiones y excursiones en el mundo de la política fiscal.

Blinder escribe con el brío por el cual es merecidamente famoso. Abundan sus típicos apuntes parentéticos, como también fragmentos biográficos de los actores clave. Lo que es más importante, como corresponde a un economista involucrado en las políticas durante los últimos 40 años, el autor se enfoca con precisión en la manera en que la historia ha incidido en las cuestiones actuales de política. Este libro de historia escrito para nuestro tiempo mucho tiene que decir acerca de los conflictos fiscales-monetarios y las colaboraciones que continúan a un ritmo acelerado, siendo el caso más reciente el de la crisis de 2020, quizá la mayor colaboración fiscal y monetaria desde la Segunda Guerra Mundial.

Blinder hace un relato abiertamente (neo)keynesiano del recorrido de esa historia económica, encomiando a los tecnócratas y sus jefes políticos, defendiendo la independencia del banco central, confiando en que hay respuestas de política correctas y equivocadas a los interrogantes que plantea la economía. Blinder muy seguramente discreparía sobre la noción, por ejemplo, de que los banqueros centrales son actores políticos. Esta es, creo, la mayor debilidad de su relato. Lo que tenemos es una sólida descripción de políticos con un profundo sesgo cortoplacista y de tecnócratas que actúan como contrapoder intelectual cuyos errores consistieron esencialmente —y quizás exclusivamente— en no ejercer la independencia que su posición exigía.

La realidad es más compleja. Si bien el relato de Blinder defiende bien el argumento de que los banqueros centrales y sus contrapartes tecnocráticas que asesoraban a los



Alan S. Blinder

A Monetary and Fiscal History of the United States, 1961–2021

Princeton University Press,
Princeton, NJ, 432 págs., 2022,
USD 39,95

políticos en materia de política fiscal no solían hacerlo desde una posición partidista, su defensa de la idea de que no eran políticos es menos satisfactoria. Es una diferencia importante. Hay buenas razones por las que la visión de Blinder sobre las políticas de la Fed, digamos en 2009, resulta tan diametralmente diferente de la de Allan Meltzer. No es porque Blinder es demócrata y Meltzer era republicano. Es debido a la forma en que cada uno de

El autor se enfoca con precisión en la manera en que la historia ha incidido en las cuestiones actuales de política.

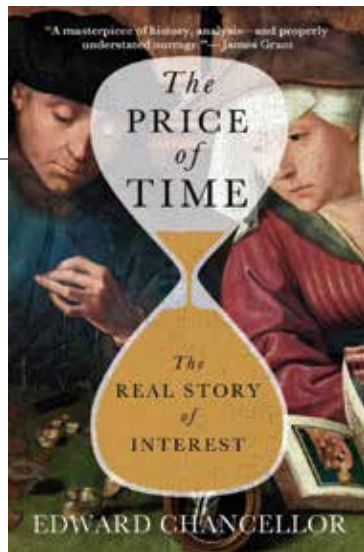
ellos redujo las complejidades del mundo mediante una cosmovisión que facilitó esa visión más simple.

Los bancos centrales tienen la tarea, entre muchas otras, de simplificar las cosas en forma similar. En 2023, en un momento en que la Fed lidera el mundo en el endurecimiento de las tasas de interés para responder a una inflación récord, un vez más estamos sumidos en los lances de esa batalla intelectual. Lo que está en juego es importante, pero no es algo meramente tecnocrático. En los meses y años que se avecinan, los banqueros centrales formularán juicios de valor en medio de una gran incertidumbre. El libro de Blinder es un recurso vital para todos nosotros mientras capeamos estas tensiones. Lo que hemos de auscultar con más profundidad es en qué medida dejarán los banqueros centrales que la política incida en el proceso. **FD**

PETER CONTI-BROWN es profesor de Regulación Financiera en la Escuela Wharton de la Universidad de Pennsylvania.

El interés es el precio del tiempo

QUIENES REDACTAN TEXTOS FINANCIEROS aman los superlativos como “el máximo de cuatro semanas” y “el mayor del año”. Llama entonces la atención leer que, después de la quiebra de Lehman Brothers, los bancos centrales empujaron las tasas de interés al nivel más bajo en cinco milenios. Así comienza la obra de Edward Chancellor *The Price of Time: The Real Story of Interest* [El precio del tiempo: La verdadera historia del interés], señalando que los mesopotámicos cobraban intereses por los préstamos antes de poner ruedas en los carros. En la antigüedad, el interés —anterior a la acuñación de dinero— sobre los préstamos de maíz y ganado se reflejaba en palabras que asocian los costos de endeudamiento con lo que ellos producen: el término sumerio se refiere a un cabrito y en griego antiguo *tokos* significa ternero.



Edward Chancellor
The Price of Time: The Real Story of Interest
 Atlantic Monthly Press
 Nueva York, NY, 2022,
 432 págs., USD 28

El periodista financiero y autor de *Devil Take the Hindmost: A History of Financial Speculation* [El diablo se lleva al último: Una historia de la especulación financiera] nos sumerge en el pasado una vez más con su nueva y exhaustivamente investigada historia de las tasas de interés.

Las bajas tasas son el protagonista villano. Las autoridades de los bancos centrales persiguieron metas de inflación de manera obsesiva, permanecieron ciegas ante los daños, y al abordar problemas como la crisis de 2008 y las dificultades de la deuda soberana en Europa, las consecuencias “nunca fueron consideradas o resueltas como corresponde”.

Los ejemplos de Chancellor, que abarcan épocas y países, culpan a las tasas ultrabajas por perjudicar el crecimiento, la productividad, el ahorro y la inversión. Mantienen vivas a empresas “zombis”, exacerbando la desigualdad, inflan las burbujas y socavan la estabilidad financiera.

Chancellor critica la política de tasas bajas aplicada por la Reserva Federal, que se remonta casi a su fundación en 1913. Ese intento de “suprimir la volatilidad económica” alentó la acumulación de apalancamiento financiero, y el dinero fácil provocó la crisis financiera de 2008, dice el autor. Chancellor cita con aprobación al periodista financiero James Grant, fundador de *Grant's Interest Rate Observer*, cuando dice que “el doble mandato de funciones [de la Fed] se ha convertido en el de pirómano y bombero”.

Entre los ejemplos de “malas inversiones inducidas por las tasas de interés ultrabajas”, Chancellor destaca los carteles de fijación de precios, citando estudios que muestran que lo que más los condicionan son las tasas de interés. Las bajas tasas llevaron a la sobrevaloración de empresas emergentes, como la valuación máxima de USD 9.000 millones que alcanzó Theranos, la fraudulenta empresa de análisis médicos fundada por Elizabeth Holmes. Otro ejemplo es la Primavera Árabe, que, en opinión de Chancellor, se originó cuando las bajas tasas de interés de Estados Unidos llevaron los flujos de capital hacia las economías de mercados emergentes e hicieron disparar los precios de los alimentos. Y está el mercado de las criptomonedas, una manía “nacida de las condiciones monetarias” tanto como de la tecnología: “La degradación de las monedas por parte de los bancos centrales creó la necesidad de un nuevo tipo de moneda”.

En medio de una anestesia monetaria, Chancellor ve resurgir la preocupación por el capitalismo, el liberalismo y la propia democracia. Los bancos centrales están manipulando “el precio más importante en una economía de mercado” y el corazón palpitante del capitalismo.

Sin el pulso necesario de los costos de endeudamiento, no puede calcularse el ingreso futuro, no puede asignarse correctamente el capital y se ahorra muy poco, según afirma el autor. Se avecina un ingobernable ciclo de retroalimentación adversa. Si esto continúa, “la inversión estatal tendría que reemplazar a la inversión privada y los bancos centrales tendrían que reemplazar a los comerciales como los principales proveedores de crédito”, concluye Chancellor. “Si el interés no regula el comportamiento financiero, un sistema financiero intrínsecamente inestable requeriría un sinnúmero de nuevas regulaciones”.

Al inicio, Chancellor señala que la palabra hebrea que corresponde a interés, *neschek*, “deriva etimológicamente de la mordedura de una serpiente”. “Es peor si no hay mordedura”, postula su conclusión. **FD**

JEFF KEARNS integra el equipo de Finanzas y Desarrollo.

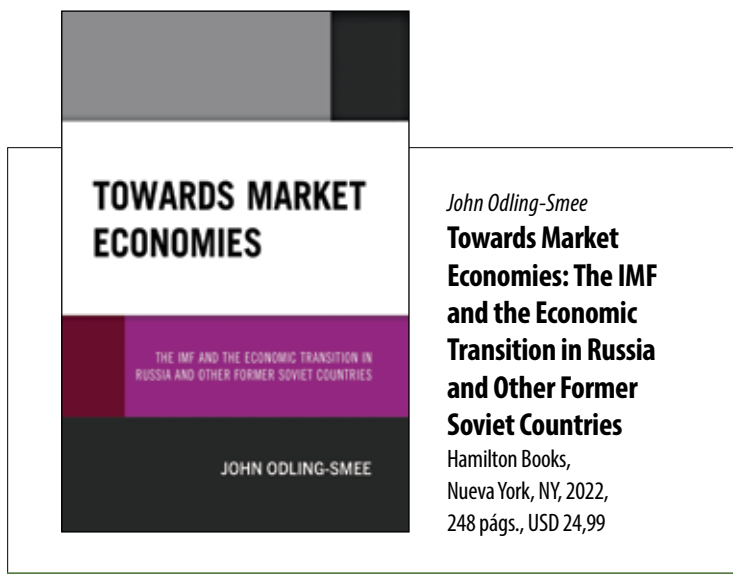
Un nuevo análisis de la caída de la Unión Soviética

EL LIBRO DE JOHN ODLING-SMEE describe la transformación de las economías planificadas después de la desintegración de la Unión Soviética en 1991. El autor es un economista jubilado que desde 1992 hasta 2003 dirigió el equipo del FMI responsable de las antiguas repúblicas soviéticas. El libro avanza fluidamente desde las oficinas gubernamentales en el edificio del antiguo Comité Central del Partido Comunista hasta las *dachas* de los indomables jóvenes reformistas en Arkhangelskoye, en el límite de Moscú. Ofrece un vistazo de las grandes cenas oficiales donde se esperaba que los huéspedes vaciaran sus copas de vodka o brandy después de cada uno de los muchos brindis formales. Pero Odling-Smee no omite detallar la tragedia de la gente común durante el colapso de la economía soviética: filas interminables frente a tiendas estatales de comestibles con estantes vacíos,

El autor muestra cómo la debilidad política —sobre todo, la corrupción y el amiguismo— impidieron el crecimiento de verdaderas economías de mercado.

personas tiritando de frío a la vera de las carreteras vendiendo pequeños artículos. Si bien las anécdotas personales aportan contexto y color y facilitan la lectura, Odling-Smee conoce su materia y hace un serio recuento de los temas económicos.

Odling-Smee y otros miembros del equipo del FMI visitaron la Unión Soviética en 1991 para ayudar al país a evitar el colapso económico. Eso fue, por supuesto, una “misión imposible”. Poco se sabía acerca de la Unión Soviética fuera de la URSS, solo estadísticas falsificadas y otras mentiras. El autor describe vívidamente el horror de la situación inicial y el caos que siguió a la desintegración de la Unión Soviética. Algunos acusaron al FMI de destruir la economía



soviética, que ya estaba al borde del colapso para cuando el organismo fue convocado.

Yo tuve el privilegio de cooperar con el FMI cuando era Primer Ministro de Estonia entre 1992 y 1994 y no puedo menos que coincidir con el autor cuando escribe: “Cuanto más rápidamente se implementen las reformas, más pronto se recuperará la economía. Al demorar las reformas difíciles, simplemente se está prolongando la agonía y el sufrimiento de la gente”. Odling-Smee ofrece varias explicaciones del éxito de los países bálticos. Solo puedo sumar dos pequeñas observaciones: primero, esos países se alejaron completamente de su pasado comunista; segundo, la economía soviética colapsó como resultado del colapso del sistema soviético, no debido a la adopción de reformas.

El estilo del libro es calmado y sensato. El autor no defiende al FMI ni a sí mismo, pero sí sugiere lo que podría haberse hecho de forma diferente, quizá no por el FMI sino por los países en transición. Muestra cómo la debilidad política —sobre todo, la corrupción y el amiguismo— impidieron el crecimiento de verdaderas economías de mercado.

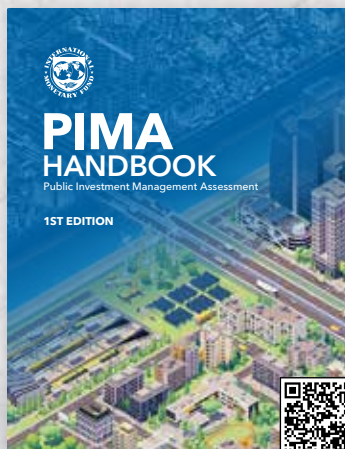
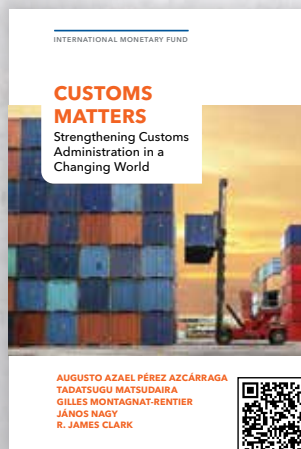
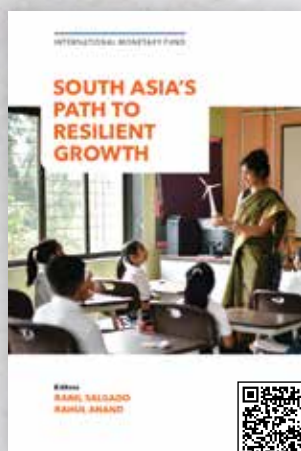
Este libro fue escrito antes de que Rusia invadiera Ucrania en febrero de 2022 y por tanto no cubre esa tragedia, pero describe muy bien sus raíces. El fracaso de las reformas generó corrupción, amiguismo y oligarquía, lo cual derivó en Putin y la guerra. Es inútil señalar con el dedo al preguntar: “¿Quién perdió a Rusia?”. Rusia se perdió a sí misma, y solo ella puede volver a levantarse. **FD**

MART LAAR es ex Primer Ministro de Estonia.

PUBLICACIONES DEL FMI AL VUELO

TÍTULOS PRESENTADOS

Escanee el código QR para descargarlos



IMF | PUBLICATIONS
La economía mundial
al alcance de su mano
IMF.org/pubs

Spanish
Finance & Development, March 2023



MFISA2023001