



GERMÁN  
ALARCO

Profesor de la  
Universidad del Pacífico

# Repensar la política monetaria de crisis para un mundo en

La discusión sobre la PM es importante en todo momento del tiempo, más aún cuando estamos en crisis. Para suerte de todos en el mundo, incluida nuestra región y en particular nuestro país, el actual episodio inflacionario está amainando lentamente. Sin embargo, no podemos confiarnos ya que los shocks de oferta, elementos geopolíticos internacionales, prácticas no competitivas y otras rigideces institucionales pueden afectar la convergencia hacia nuestras respectivas metas de inflación.

En línea con Brunnermeiry Gopinath, dos economistas estándar, todos nuestros bancos centrales deben inscribirse en una práctica de mejora continua, de evaluaciones concurrentes y ex post, más cuando estamos en un mundo en transformación. El primero de los autores resalta que, tras décadas de calma, la inflación está de regreso; y para combatirla, los bancos centrales deben modificar su enfoque. Por otra parte, para la segunda autora, la pandemia y guerras han planteado nuevos desafíos que los bancos centrales del mundo tendrán que afrontar en los próximos años.

## AUTOCRÍTICA

Brunnermeir inicia su artículo señalando que, en la 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 PM. 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.

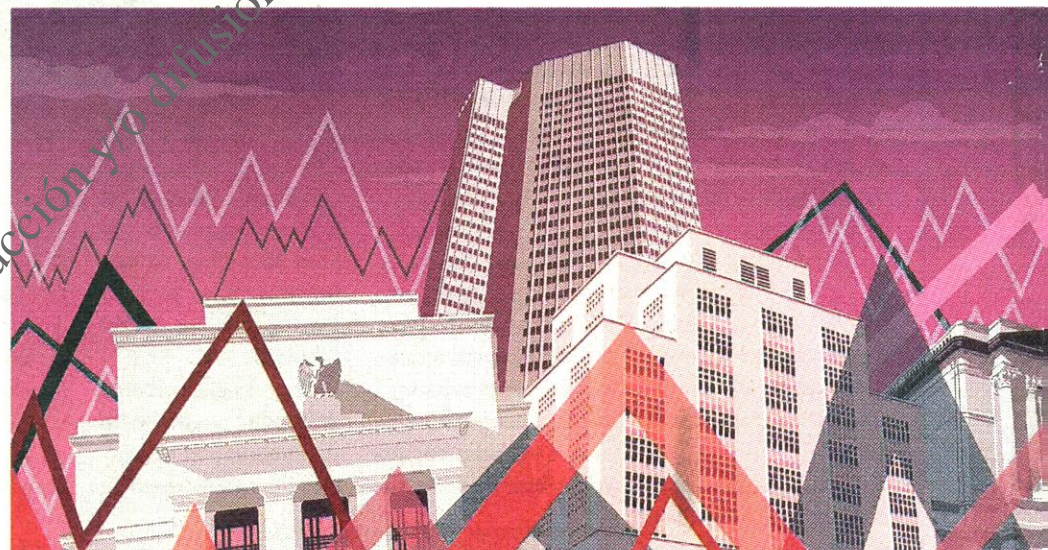
## NUEVO ENTORNO

El profesor de Princeton anota que en estos países hoy día la deuda pública es alta, de modo que cualquier aumento de las tasas de interés para frenar las amenazas

de inflación encarece el servicio de la deuda, lo que acarrea consecuencias fiscales negativas para los gobiernos. En segundo lugar, existe una disyuntiva evidente entre una PM que trata de reducir la demanda agregada subiendo las tasas y una que pretende garantizar la estabilidad financiera.

En tercer lugar, la naturaleza y la frecuencia de los shocks han cambiado. 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 con tiempo suficiente para responder, por lo

**ES LA COMBINACIÓN** de los títulos de dos artículos de Desarrollo del FMI publicada en marzo de 2023 en la política monetaria (PM): Markus Brunnermeir de la Universidad de Princeton y Gita Gopinath, su



que los bancos centrales deben tener una actitud más humilde

## DESAFÍOS

La pandemia de la Covid-19 dejó en claro que la política monetaria no siempre basta para controlar la inflación. La política fiscal también tiene incidencia. 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.

Por otra parte, según Brunnermeir, el banco central debe mantener a la opinión pública de su lado, porque el público es quien le da legitimidad e independencia. Eso significa que el banco central debe comunicar (a todos) con eficacia los fundamentos de sus medidas para mantener el apoyo del público. 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.

## 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; todo lo cual es muy diferente a lo ocurrido después del 2008.

Según el autor, los objetivos de estabilidad de precios y esta-

# aria en tiempos transformación

ulos de la Revista Finanzas y  
Los autores son dos expertos  
meir, profesor de Economía de  
bdirectora Gerente del FMI.



bilidad 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.

## RESPUESTAS

Se propone que 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 res-

catarla. Asimismo, según el autor, se debe repensar la interacción de la política monetaria con la estabilidad financiera. Para ello, resulta esencial que los bancos centrales restablezcan las señales de precios de forma ordenada.

Por otra parte, 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 con-

junto. Esta regulación 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 temporal.

## EXPECTATIVAS Y METAS

Brunnermeir anota que 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 conllevará 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.

Para resolver estos problemas propone que los bancos centrales deben volver a un enfoque monetario en el que estabilizar las expectativas de inflación sea la máxima prioridad. 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 finaliza este autor.

## GITA GOPINATH

La subdirectora del FMI inicia su artículo anotando que la mayoría de los economistas no vieron venir el aumento de la inflación a partir del 2021, y tenemos que entender por qué y cómo quizá deba modificarse la política monetaria de aquí en adelante. El disparo de los precios fue una sorpresa, sobre todo para las economías avanzadas. Si bien la inflación alta obedece en parte a acontecimientos inusuales, algunos de los errores de pronóstico se deben a nuestra interpretación errónea de la curva de Phillips y el lado de la oferta de la economía.

Al respecto, algo que se desprende de estas observaciones es que se necesita 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.

## CAPACIDAD INSTALADA

La pandemia también puso de manifiesto las dificultades de medir la capacidad económica ociosa. Tener una economía muy pujante puede todavía ser conveniente en determinadas circunstancias, pero las autoridades monetarias tienen que ser más conscientes de las posibles desventajas y tomar precauciones para no exagerar el estímulo.

Según la autora, 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 llevaría a pensar, aunque yo no estoy de acuerdo, a que los bancos centrales deberían reaccionar más energicamente en ciertas condiciones. También es posible que los bancos centrales deban adoptar respuestas de política más energicas 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.

## IMPLICACIONES

Para la subdirectora del FMI la pandemia y las guerras han planteado más retos para los bancos centrales. Estas han mostrado cómo la relación entre el desempleo y la inflación 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.

Aparte de estas enseñanzas, hay preocupación de que la pandemia y las guerras puedan dar lugar a mayores shocks en la oferta, y expectativas inflacionarias menos ancladas. Estos riesgos revisten más importancia para los mercados emergentes, en especial los que estén muy endeudados.

## COLOFÓN

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 finaliza la funcionaria internacional.