

Veinte años de metas de inflación

Mervyn King

Me complace estar nuevamente en la London School of Economics (LSE) para la Stamp Memorial Lecture. Lord Stamp fue una eminencia tanto en la vida académica como pública. Entre otros logros, fue egresado y director de la LSE y director del Banco de Inglaterra. Luego de su temprana muerte durante los ataques aéreos de 1941, John Maynard Keynes lo sucedió en el Banco. A menudo Keynes y Stamp debatían en vivo en la BBC y posteriormente *The Listener* publicaba una semana después la versión escrita de estas pláticas. Los temas de sus debates durante los años treinta, en el momento culminante de la Gran Depresión, se parecen siniestramente a los enormes desafíos a los cuales nos enfrentamos hoy, como se puede ver en el siguiente diálogo de 1930:

Keynes: ¿La sola existencia de la falta de empleo por cualquier periodo de tiempo no es un absurdo, una confesión de fracaso, y una falla inexcusable y sin esperanza de la máquina económica?

Stamp: Su lenguaje es un tanto violento. No se puede restablecer el orden después de un terremoto en minutos, ¿verdad? No estoy de acuerdo con la idea de que sea una confesión de fracaso si no se puede componer una maquinaria complicada inmediatamente.

Keynes: Creo que la vuelta al patrón oro de la manera en que la hicimos puso a nuestro sistema de divisas en una situación casi imposible... Si los precios fuera del país hubieran estado aumentando desde 1925, esto habría hecho algo para equilibrar el efecto en este país del retorno al patrón oro.

Stamp: Vaya, no puedo soportarlo. Recuerde que soy el director del Banco de Inglaterra.

En algunos aspectos nuestra experiencia actual no es diferente: hacer que nuestra maquinaria económica funcione bien está resultando una tarea difícil y lenta. Pero en el decenio de los veinte, el gobierno hizo que la tarea fuera mucho más

Gobernador del Banco de Inglaterra. Discurso presentado en la Stamp Memorial Lecture con el nombre original *Twenty Years of Inflation Targeting*, en la London School of Economics, en Londres, el 9 de octubre de 2012; disponible en: <www.bankofengland.co.uk/publications/Pages/speeches/default.aspx>. El autor está en deuda con sus colegas del Banco y del Comité de Política Monetaria por su invaluable ayuda y comentarios pertinentes sobre las primeras versiones de esta conferencia, especialmente con David Aikman, Charles Bean, Nils Blythe, Alex Brazier, Spencer Dale, Iain de Weymarn, Richard Harrison, Andrew Hauser, David Miles y Tony Yates. En particular, considera a Tim Taylor como coautor de esta conferencia, si bien queda absuelto de cualquier error en la versión actual.

difícil restableciendo el patrón oro a una tasa que dejó sobrevaluada a la libra esterlina. Hoy, la política monetaria es parte de la solución y no del problema. Esto es gracias, en parte, a la estructura monetaria vigente desde 1992.

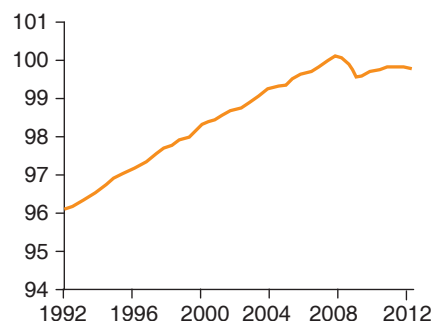
Hace 20 años hoy, el 9 de octubre de 1992, los periódicos informaban que por primera vez la política monetaria del Reino Unido estaría basada en una meta explícita de inflación. Tres semanas antes, la libra esterlina había sido forzada a salir del Mecanismo de Cambio del Sistema Monetario Europeo (ERM, por sus siglas en inglés). Se necesitaba un nuevo marco para la política monetaria. Luego de incisivos debates dentro del Tesoro y del Banco de Inglaterra, surgió la respuesta: la meta de inflación. La esencia de este nuevo enfoque era la combinación de una meta numérica de inflación a mediano plazo y la flexibilidad para responder a los choques de la economía en el corto plazo; este marco se conoció como la meta de inflación flexible.

Es tiempo de reflexionar sobre la experiencia de 20 años de meta de inflación; 15 años de estabilidad y cinco años de turbulencia: la Gran

Gráfica 1

NIVEL DEL PIB REAL DEL REINO UNIDO, 1992-2012^a

Índice 2007=100



Fuente: ONS, cálculos del Banco de Inglaterra.
^a Log real del PIB, indexado al promedio de 100 en 2007.

Estabilidad y la Gran Recesión, expuestas en el cuadro 1 y en las gráficas 1-3. Durante ese periodo, la política monetaria de todo el mundo ha cambiado radicalmente. La meta de inflación se ha expandido a más de 30 países. Y los resultados en términos de inflación baja y estable han sido muy impresionantes. Ha habido reducciones pronunciadas en la media, varianza y persistencia de la inflación en el Reino Unido y en otros países.

Cuadro 1

EL DESEMPEÑO ECONÓMICO ANTES Y DESPUÉS DE LA INTRODUCCIÓN DE METAS DE INFLACIÓN (porcentajes)

	<i>Crecimiento del PIB¹</i>	<i>Inflación IPC²</i>
1972-1992	2.2	8.7
1992-2012	2.3	2.1
de los cuales		
1992-2007	3.3	1.8
2007-2012	0.5	3.2

Fuente: ONS, cálculos del Banco de Inglaterra.

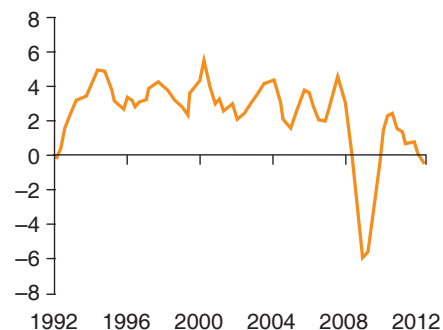
¹ Tasas de crecimiento anual compuestas continuamente, calculadas a partir del segundo trimestre del año de inicio de cada periodo al segundo trimestre del año de finalización de cada periodo.

² Tasas de crecimiento anual compuestas continuamente, calculadas desde agosto del año de inicio de cada periodo a agosto del año final de cada periodo. Datos de RPI usados antes de 1976.

Gráfica 2

CRECIMIENTO REAL DEL PIB DEL REINO UNIDO, 1992-2012

(cambio porcentual respecto al año anterior)

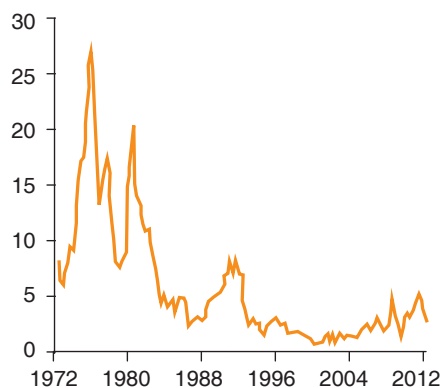


Fuente: ONS.

Gráfica 3

**INFLACIÓN DEL IPC DEL REINO UNIDO,
1972-2012^a**

(cambio porcentual respecto al año anterior)



Fuente: ONS.

^a Índice de precios al menudeo antes de 1976, índice de precios al consumidor de ahí en adelante.

Durante los últimos 20 años, la inflación anual en los precios al consumidor ha sido en promedio del 2.1%, notablemente cercano a la meta del 2% y muy por debajo de los promedios de más del 12% anual en los años setenta y de casi un 6% anual en los ochenta.¹

¿Pero pagamos un precio muy alto por el logro de bajar la inflación? Después de 15 años de aparente éxito, los últimos cinco años de crisis financiera y los trastornos de la economía mundial han generado graves dudas sobre la pertinencia de las metas de inflación. No tenemos que mirar muy lejos para ver que los costos de la estabilidad financiera son inmensos. En el Reino Unido, la producción total es hoy un 15% inferior a una extrapolación de su tendencia antes de la crisis, y esta brecha posiblemente persista por algún tiempo.² A la luz de

¹ La tasa anual de inflación compuesta continuamente (medida por el IPC) de agosto de 1992 a agosto de 2012 fue del 2.1%, y el promedio de las tasas anuales en cada mes de agosto de ese periodo es del 2.2 por ciento.

² Reinhart y Rogoff (2009) presentan una serie de evidencias para documentar el costo de las recesiones

estos costos, ¿la política monetaria debería ir más allá de la meta de estabilidad de precios y también tener como meta la estabilidad financiera? ¿Y la crisis financiera debería llevarnos a cuestionar las bases intelectuales de la política monetaria como se practica en gran parte del mundo industrializado hoy? Estas preguntas son el tema de la conferencia de hoy.

**LA HISTORIA DE LOS REGÍMENES
DE METAS DE INFLACIÓN**

Pero empecemos por el principio. Apenas después de la adopción de las metas de inflación, uno de mis antecesores, lord Kingsdown (que entonces era Robin Leigh-Pemberton), dio un importante discurso en la London School of Economics –precisamente en esta sala– llamada “The Case for Price Stability”.³ La recuerdo con detalles, porque trabajé en la preparación de la misma. Eran tiempos emocionantes; estábamos reconstruyendo la política monetaria del Reino Unido luego del trauma de la salida forzada del ERM. Por entonces, la cancillería determinaba la política monetaria y el Banco de Inglaterra sólo desempeñaba un papel detrás de bambalinas. Pero la función del Banco estaba a punto de cambiar: primero con el *Inflation Report* en febrero de 1993, que le dio al Banco voz pública, y luego con la independencia para el Banco y la creación del Comité de Política Monetaria (MPC, por sus siglas en inglés) en 1997.

Las metas de inflación nacieron de la experiencia de que la inflación alta y variable era muy costosa de reducir y que sólo una política basada en consideraciones nacionales sería creíble. La meta de la política monetaria a mediano plazo sería, sin dudas, la estabilidad de precios. Como decía el entonces ministro de Hacienda, Norman Lamont: “queremos reducir la inflación al punto donde los cambios esperados en el nivel promedio

prolongadas luego de las crisis financieras.

³ Leigh-Pemberton (1992).

de precios sean lo suficientemente pequeños y lo suficientemente graduales como para no afectar de modo significativo a los negocios y a los planes financieros de los particulares”. La idea de que había una relación de compensación a largo plazo entre la estabilidad de precios y el empleo ya hacía tiempo que se había descartado. Esta revolución intelectual, asociada a los nombres de Friedman, Phelps y Lucas, había pasado la prueba del tiempo y había forjado las bases para las metas de inflación.

La recepción inicial de las metas de inflación entre los economistas y analistas fue variada. En una nota de hace 20 años hoy, el *Financial Times* decía: “El discurso del Ministro fue tan escueto desde el punto de vista económico como decepcionante desde el punto de vista político”. Los críticos argumentaban que el nuevo marco era inadecuado para el control de la inflación. Pero estaban equivocados. Durante los 20 años anteriores, la inflación había sido el único gran problema que enfrentaba la economía del Reino Unido, llegando al 27% anual en 1975. Durante los 20 años siguientes, la inflación, como mencioné, promediaba sólo un 2.1% anual.

Desde afuera, las metas de inflación se consideraban como un medio por el cual los bancos centrales podrían mejorar la credibilidad y predictibilidad de la política monetaria. La preocupación prevaleciente no era eliminar las fluctuaciones en la inflación en los precios al consumidor de un año a otro, sino reducir el grado de incertidumbre a largo plazo porque es de este nivel de impredecibilidad del que se dependen los costos reales de la inflación.

La mejora en la credibilidad de la política queda demostrada por el hecho de que si bien en 1992 la inflación anticipada, medida por la diferencia entre los rendimientos de los bonos del Reino Unido convencionales y los relacionados con los índices, era de cerca del 6%; hoy la misma medición es de aproximadamente un 2½ por ciento.

La predictibilidad en el nivel de precios es mayor porque durante un periodo prolongado la inflación

estuvo en promedio próxima a la meta.⁴ Aun si la inflación se desvía de la meta –como sucede a menudo– se espera que vuelva a la meta, y por lo tanto se anclan las expectativas de inflación.⁵ Es por eso que desde 2007 el Reino Unido ha podido absorber la mayor depreciación de la libra esterlina desde la segunda guerra mundial, así como los grandes aumentos en los precios del petróleo y las materias primas, con un incremento de la inflación promedio de sólo un 3.2% durante los últimos cinco años y sin desplazar las expectativas de inflación a largo plazo. Por lo tanto se ha puesto a prueba el modelo y este ha demostrado su valía.

Pero la actual crisis ha demostrado vívidamente que la estabilidad de precios no es suficiente para la estabilidad económica más general. La inflación baja y estable no evitó una crisis bancaria. ¿La búsqueda solamente de la estabilidad de los precios al consumidor permitió que se desatara este desastre? ¿Hubiese sido mejor aceptar periodos sostenidos por encima o por debajo de la meta de inflación para evitar el desarrollo de desequilibrios del sistema fiscal? En otras palabras, ¿hay que elegir entre la estabilidad de precios y la estabilidad financiera?⁶

⁴ La diferencia entre la meta de inflación y la meta de nivel de precios a menudo se exagera en la literatura, como se debate en King (1999).

⁵ Desde el inicio de la crisis, ha habido una convergencia entre la práctica de meta flexible de inflación y la práctica de bancos centrales con misión doble. La Reserva Federal adoptó en enero una meta de inflación del 2%, y Japón hizo lo mismo con el anuncio en febrero de una meta numérica de inflación del 1% anual. Esta convergencia práctica implica que ahora hay pocas dudas sobre los méritos relativos de los dos enfoques para la meta, o la misión, de los bancos centrales.

⁶ Una serie de analistas han cuestionado la sabiduría de la meta de inflación flexible. Por ejemplo, Eichengreen *et al.* (2011) y Barker (2012). El primero de ellos afirma que “la separación tradicional, en la cual las metas de política de estabilidad de precios y las políticas de meta de estabilidad financiera, y los dos conjuntos de política operan principalmente de manera independiente una de otra, ya no es sostenible” (*op. cit.*, p. 5).

LAS BASES INTELLECTUALES DE LA POLÍTICA MONETARIA

La experiencia de los últimos cinco años sugiere que deberíamos reevaluar la estructura intelectual que respalda a la política monetaria.⁷ La aparición de la meta de inflación, y los resultados exitosos en forma de la Gran Estabilidad, coincidían con el desarrollo del llamado consenso de la nueva teoría macroeconómica de Keynes. Este marco ofrecía los fundamentos para la meta de inflación flexible. Es central en la nueva visión keynesiana el supuesto de que los precios son *rígidos* y se ajustan lentamente. Este supuesto tiene dos implicaciones. Primero, la alta inflación produce cambios ineficientes en los precios relativos. Como resultado de esto, hay un costo para la inflación. Segundo, cuando los bancos centrales cambian las tasas de interés nominal, también afectan a las tasas de interés real y por lo tanto fomentan que los particulares y las empresas pasen sus gastos de hoy para mañana o, como en las circunstancias actuales, al revés. De esta manera, los bancos centrales pueden, al menos en el modelo, contrarrestar los choques de demanda agregada.

Pero hay choques de oferta al igual que de demanda. Los choques de costos externos a veces alejan a la inflación de su meta, como vimos en años recientes con alzas en los precios mundiales de la energía y de los alimentos. Ya que otros precios son *rígidos*, los intentos para mantener la inflación en su meta todo el tiempo resultarían en fluctuaciones ineficientes en la producción. Por lo

⁷ El análisis más completo del nuevo modelo keynesiano como se aplica a la política monetaria es el de Woodford (2003). No es casual que en los círculos oficiales el cuestionamiento más grave a la meta de inflación provenga del Banco de Japón y del Banco de Pagos Internacionales (BIS). La *década perdida* ha desatado una serie de conferencias por parte del gobernador del Banco de Japón, Masaaki Shirakawa. Y el BIS, liberado del compromiso cotidiano de fijar las tasas de interés, ha argumentado que la política monetaria y la fiscal no pueden considerarse de manera separada.

tanto, se debe optar entre estabilizar la inflación y estabilizar el producto. Luego de un choque de costos, es sensato volver gradualmente a la meta de inflación.

En este marco, ahora convencional, el objetivo apropiado de la política monetaria es minimizar la variabilidad de la inflación en torno a la tasa meta y la variabilidad del producto (o del empleo) en torno a un rumbo sustentable congruente con una inflación estable.⁸ Esta meta implica que el banco central está eligiendo efectivamente entre las ventajas y los inconvenientes de la volatilidad de la inflación y la volatilidad del producto. Esto a veces se describe como la elección de un punto de la frontera de Taylor que muestra, como en la gráfica 4, las combinaciones de la volatilidad más baja de la inflación para una volatilidad de producto dada.⁹ Esta opción óptima lleva a una función de reacción de política que describe cómo el banco central responde a los choques que afectan la economía.¹⁰

El éxito de la nueva estructura keynesiana fue que demostraba cómo la meta a largo plazo de la estabilidad de precios podría aplicarse por medio de una apropiada función de reacción de la política del banco central. Resaltaba la importancia de las expectativas y de la credibilidad, que poco habían

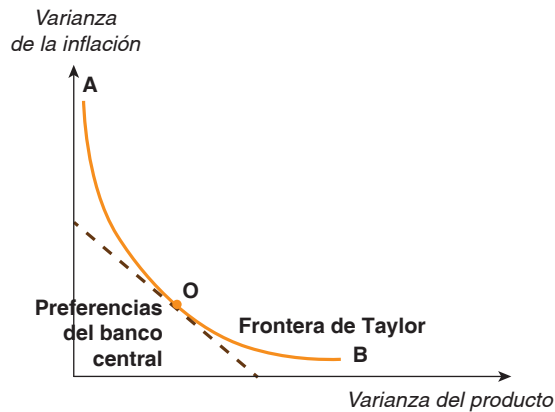
⁸ Esta especificación de la función objetivo puede derivarse como una aproximación a la maximización del bienestar, definido en función del consumo y del esparcimiento de un consumidor representativo con un horizonte infinito (ver Rotemberg y Woodford, 1997).

⁹ La frontera lleva el nombre del economista estadounidense John Taylor.

¹⁰ Para aplicar esta función de reacción de la política se requiere de un análisis empírico sobre los factores que impulsan la volatilidad de la inflación y del producto. En principio, estos factores deberían incluir a los factores en el sistema financiero y de la banca, entre ellos los movimientos en los precios de activos, que generan fluctuaciones en la demanda y en el producto y que afectan la manera en la cual se transmiten los choques a lo largo de la economía. Sin embargo, en la práctica, se le dio poca atención al papel del sistema bancario en la determinación de la inflación y del producto.

Gráfica 4

LA FRONTERA DE TAYLOR



sido tomadas en cuenta durante los episodios inflacionarios de los decenios de los setenta y ochenta.

Pero inevitablemente, al igual que todos los modelos, el nuevo modelo keynesiano básico omite una serie de factores clave. El tratamiento de las expectativas se simplifica, y se niega la posibilidad de que las expectativas mismas fueran una fuente de fluctuaciones, más que simplemente un reflejo de los cambios en otras partes de la economía. El sentimiento puede variar, las percepciones erróneas pueden ocurrir, y la gente puede cambiar la heurística que se usa para enfrentar a un mundo complejo.¹¹ Y el modelo también carece de una explicación para la intermediación financiera, por lo tanto el dinero, el crédito y la banca no desempeñan un papel significativo. Estas omisiones obviamente limitan la pertinencia del modelo para ayudarnos a entender lo que está en juego al elegir la política monetaria o la estabilidad financiera.

Si bien hay bibliografía, ahora extensa, sobre las fricciones financieras, entre ellas los intentos por incorporarlas a los nuevos modelos keynesianos, estas extensiones resultan no ser relevantes en la propagación de choques, para la política óptima o para la conclusión cuantitativa de que la meta más importante sigue siendo, abrumadoramente,

¹¹ Brazier *et al.* (2008).

la estabilización de la inflación.¹² No hay duda de que las fricciones financieras tales como la información asimétrica, las limitaciones al crédito y el costoso monitoreo de los prestatarios, por nombrar algunas, son una parte importante de la historia de cómo ocurren las crisis y por qué repercuten en el producto. Pero estos modelos no ofrecen una explicación convincente de la acumulación gradual de la deuda, del apalancamiento y de la fragilidad que caracteriza a la fase previa a las crisis financieras.¹³

Por lo tanto los modelos disponibles no explican por qué la estabilidad de hoy podría darse a expensas de la inestabilidad del mañana. Quizás

¹² La bibliografía relevante intenta integrar a los modelos estándar o a los prototipos de modelos de fricciones financieras (tales como el modelo de Bernanke-Gertler, 1989, del acelerador financiero y el modelo de Kiyotaki-Moore, 1997, de ciclos de crédito) a un nuevo modelo keynesiano de precios *rígidos*. Entre los ejemplos de bibliografía se encuentran Bernanke, Gertler y Gilchrist (1999), Curdia y Woodford (2009) y Gertler y Kiyotaki (2010). La única manera en la que la adición de un sector financiero *sea relevante* en estos modelos es si consideramos los choques exógenos a la fricción financiera misma. Esto no es muy instructivo. Algunos artículos interesantes presentados en la conferencia de la Reserva Federal en Washington en marzo de 2012 analizaban una amplia variedad de potenciales *fricciones financieras* que podrían generar externalidades que justificarían una intervención de política. Mi inquietud es que parece no haber límite para la ingenuidad de los economistas al momento de identificar estas fallas del mercado, pero ninguna de estas fricciones parece ser lo suficientemente grande como para desempeñar un papel en un modelo macroeconómico de estabilidad financiera. Por lo tanto no es sorprendente que haya resultado difícil hallar ejemplos de fricciones que generan un intercambio cuantitativamente interesante entre la estabilidad de precios y la estabilidad financiera: el hallazgo en estos modelos es que la meta más importante sigue siendo la estabilización de la inflación.

¹³ El enfoque en las pequeñas desviaciones en torno a la linealización del estado estable de un equilibrio general dinámico estocástico ayudó a desviar la atención de la acumulación gradual de grandes riesgos.

deberíamos prestar atención al consejo de Ricardo Caballero, quien escribió que “la investigación macroeconómica se ha realizado en modo de ‘sintonía fina’ dentro del máximo local del mundo del equilibrio general dinámico estocástico, cuando deberíamos estar en modo de ‘exploración amplia’”.¹⁴

Por lo tanto, permítanme pasar al modo de exploración amplia y brindar *tres* ejemplos en los cuales podría surgir un intercambio entre la estabilidad financiera y la monetaria y que podría justificar en teoría una política de alejamiento de la meta de inflación para reducir el riesgo de una inestabilidad financiera futura, antes de pasar a analizar si esta política hubiese sido apropiada en las etapas previas a la crisis.

El *primer* ejemplo es aquel donde persisten las percepciones incorrectas sobre ingresos futuros y están incorporadas a precios clave, como el tipo de cambio y las tasas de interés a largo plazo. Los particulares, las empresas y los bancos, todos pueden cometer grandes errores cuando hacen juicios sobre el futuro y tomar decisiones de gasto hoy de las cuales podrían llegar a arrepentirse cuando se revelan sus verdaderas restricciones de presupuesto de todo el lapso de vida. No hay mecanismo para garantizar que las percepciones erradas sobre el nivel sustentable de gasto sean rápidamente corregidas. Quizás puedan pasar muchos años antes de que estas creencias sean invalidadas por la experiencia. Por lo tanto puede aparecer un patrón de equilibrio de gasto y ahorro que es estable temporalmente pero que no es sustentable indefinidamente. Y los precios desalineados podrían reforzar las creencias erróneas si las personas están usando los precios de mercado para inferir señales sobre los ingresos futuros y sobre las oportunidades de consumo. La evidencia de la persistencia de concepciones erróneas puede verse en los desequilibrios en las economías del mundo, y especialmente en las europeas.

No intento dar a entender que cuando los agentes económicos cometen estos errores están

actuando de manera irracional. Más que eso, en un mundo de incertidumbres intrínsecas, está lejos de ser obvio cómo se toman las decisiones. La presunción de expectativas racionales es de mucha ayuda para los economistas cuando intentan entender las implicaciones de sus propios modelos: es una disciplina para prevenir conclusiones arbitrarias. En la práctica, sin embargo, los particulares están solos en un mundo sumamente incierto y complejo donde están aprendiendo a partir de su experiencia. Cuando se trata de decisiones sobre cuánto gastar y cuánto ahorrar, son cruciales las expectativas sobre los ingresos futuros. Ante la falta de un conjunto completo de mercados para los futuros productos de consumo –y para el mercado laboral– no hay mecanismos para garantizar que las decisiones de hoy, y por lo tanto los planes implícitos para mañana, sean congruentes con las posibilidades disponibles en el futuro. Si las revisiones de las expectativas de ingresos futuros no están correlacionadas entre los particulares, entonces el gasto agregado será relativamente estable. El problema surge cuando muchos particulares tienen la misma visión excesivamente optimista sobre el futuro. El gasto y el crédito agregado pueden entonces ser insosteniblemente altos y llevar a una corrección inevitable en una fecha impredecible cuando se despierta a la realidad. El sentimiento y el espíritu animal pueden cambiar rápidamente.

Los ejemplos incluyen la extrapolación de tasas de crecimiento de ingresos pasadas o de precios de activos en el futuro cuando en realidad reflejan un ajuste del nivel de ingreso o del precio de los activos para un nuevo equilibrio. En ese momento, el MPC argumentaba que el alza en el índice de precios de la vivienda con respecto a los ingresos en los años previos a 2007 reflejaba una caída en la tasa de interés real a largo plazo, en otras palabras, un ajuste a un nuevo equilibrio de la relación precio de la vivienda/ingreso. Pero si los particulares extrapolaran los incrementos pasados de los precios de las viviendas hacia el futuro, entonces podrían haber inferido erróneamente que también

¹⁴ Caballero (2010).

los ingresos futuros serían más altos, y por lo tanto el gasto y el crédito podrían ser más de lo sostenible. Algo similar podría argumentarse sobre la reacción de las empresas y de los particulares ante el alza del tipo de cambio efectivo de la libra esterlina a fines de los noventa; más adelante me referiré a este tema.

Ya que las tasas de interés a largo plazo en los mercados financieros son aún más bajas hoy, la duda sobre la sustentabilidad no ha sido resuelta todavía. Las percepciones erróneas significan que los niveles insustentables de gasto, y los niveles asociados de deuda, pueden acumularse durante muchos años. Cuando las percepciones erróneas son finalmente corregidas, esto lleva a cambios repentinos en los valores de los activos, a un desendeudamiento sincronizado de los balances generales, a una gran corrección a la baja del gasto y del producto y a incumplimientos de pagos.¹⁵ Las políticas keynesianas para suavizar el rumbo del ajuste apoyando la demanda agregada pueden ser de ayuda en el corto plazo, pero su eficacia está limitada por el hecho de que se requiere un ajuste significativo del gasto, desde el consumo a la inversión.

Si los hacedores de política pueden, primero, identificar las percepciones erróneas y, segundo, corregirlas mediante cambios en la política monetaria –ambas inciertas desde el punto de vista empírico– entonces existe ciertamente un intercambio entre el logro de la meta de inflación y la reducción de la posibilidad de una crisis financiera más adelante. ¿Pero los bancos centrales son menos proclives a las percepciones erróneas que los demás?

Mi *segundo* ejemplo se refiere a lo que Masaaki Shirakawa, gobernador del Banco de Japón, llama el *ciclo de confianza*. Argumenta que el éxito genera confianza, y a la postre el exceso de confianza genera complacencia, lo cual lleva al colapso.

¹⁵ Hay numerosa bibliografía sobre la deflación de deuda, entre ella Fisher (1933), Minsky (1982b), Bernanke y Gertler (1990), King (1993), Eggertsson y Krugman (2012).

Esas ideas están estrechamente vinculadas con el trabajo de Hyman Minsky y otros. Minsky estableció una *hipótesis de inestabilidad financiera* en la cual un periodo de estabilidad estimula la exuberancia en los mercados de crédito y posteriormente la inestabilidad.¹⁶

Quizás la experiencia de estabilidad sin precedente en el Reino Unido y en las economías del mundo antes de la crisis nubló los sentidos y generó complacencia con respecto a los riesgos futuros. Me referí a esto cuando, en una conferencia, bauticé al periodo hasta el 2003 como el decenio *nice* (no inflacionario, consistentemente expansivo).¹⁷ El eje de aquella presentación era que el decenio siguiente posiblemente no sería tan *nice*. Y sin duda no lo fue. Pero no se entendió el eje, y el sistema financiero se hizo cada vez más frágil mientras el apalancamiento de nuestro sistema bancario crecía a niveles sin precedente. La experiencia de la estabilidad continua ha sembrado la semilla de su propia destrucción.

La idea ha sido explorada recientemente en un interesante libro nuevo de Nassim Taleb.¹⁸ El autor sostiene que lo opuesto a la fragilidad no es ni la resistencia ni la fortaleza, sino la *antifragilidad*, esto es un estado en el cual las personas o las instituciones prosperan gracias a la volatilidad, a los choques del sistema y al riesgo. Vamos

¹⁶ Minsky (1982a). Más recientemente Geanakoplos (2010) ha presentado una teoría de lo que llama el *ciclo de apalancamiento*. Nuevamente, este ciclo está guiado por el sentimiento, y tiene una dinámica autorreforzada. En tiempos prósperos, aumenta el apalancamiento y esto ayuda a elevar los precios de los activos, ya que los inversionistas optimistas pueden obtener financiamiento en condiciones favorables. Pero en algún momento, las malas noticias ponen en reversa al proceso. Las pérdidas disparan coberturas complementarias, lo cual obliga a las ventas de activos que causan un colapso en los precios de los activos. La razón por la cual este ciclo es costoso es una serie de externalidades y de imperfecciones del mercado.

¹⁷ King (2003).

¹⁸ Taleb (2012).

al gimnasio para tensar nuestros músculos para fortalecerlos; la actividad sísmica ocasional puede evitar un terremoto más dañino. La exposición frecuente a los choques y a las sorpresas podría mejorar el modo en el cual las personas aprenden y gestionan el riesgo. En un mundo complejo, somos “mejores a la hora de hacer que a la hora de pensar”, según Taleb. A menos que nos capacitemos y practiquemos cómo enfrentar los malos resultados, no lograremos responder a los choques adversos de manera correcta cuando estos sucedan. La *antifragilidad* no implica que sería deseable generar pequeñas recesiones para evitar una recesión profunda. Sabemos demasiado poco sobre la economía para intentar cualquier tipo de estrategia de esta índole, y en un mundo de incertidumbre intrínseca confiamos en la heurística – reglas prácticas simplificadas – para guiar nuestra conducta. Pero ofrece una advertencia sobre los peligros de creer que el papel de la política monetaria es contrarrestar todos los choques. Más que simular que podemos anticipar el futuro, una respuesta más inteligente es reforzar la resistencia de las partes del sistema financiero que no podemos permitir que fallen y estimular el ingreso y egreso en un mercado libre en otras partes. Está claro que necesitamos entender más sobre cómo la estabilidad afecta a la toma de riesgos, al apalancamiento y al *ciclo de confianza*.

Mi *tercer* ejemplo se vincula con el llamado canal de *toma de riesgos* de la política monetaria.¹⁹ Las tasas de interés a corto plazo, especialmente cuando están, como ahora, en niveles excepcionalmente bajos, pueden fomentar que los inversionistas asuman más riesgos de los que quisieran para *buscar la rentabilidad*.²⁰ Las instituciones financieras con obligaciones a largo plazo (fondos de pensión y compañías de seguros, por ejemplo) necesitan hacer que la rentabilidad

que prometen sobre sus pasivos coincida con la rentabilidad que generan sus activos. Cuando las tasas de interés son altas, pueden invertir en activos seguros para generar los ingresos necesarios. Sin embargo, cuando las tasas de interés son bajas, están obligadas a invertir en activos más riesgosos para seguir cumpliendo con su tasa nominal meta de rendimiento. Esto tiende a bajar las primas de riesgo y a bajar el precio del crédito. También otros inversionistas encuentran difícil aceptar que en un mundo de bajas tasas de interés nominales y reales, las tasas de equilibrio de rendimiento no cumplirán con sus expectativas anteriores.²¹ Si estos mecanismos son importantes, el ciclo financiero podría estar sumamente influido por la política monetaria, especialmente cuando las tasas de interés son bajas. Esto también genera la posibilidad de un intercambio entre la estabilidad financiera y monetaria.

Los tres ejemplos sugieren que el análisis convencional del intercambio entre la volatilidad de la inflación y la volatilidad del producto posiblemente sea demasiado optimista. ¿Esto quizás sirva para respaldar la teoría de *ir en contra de los fundamentos* de aumento de los precios de los activos más que esperar a *limpiar el desastre* después de la caída? Ciertamente hemos visto que la política monetaria no puede contrarrestar

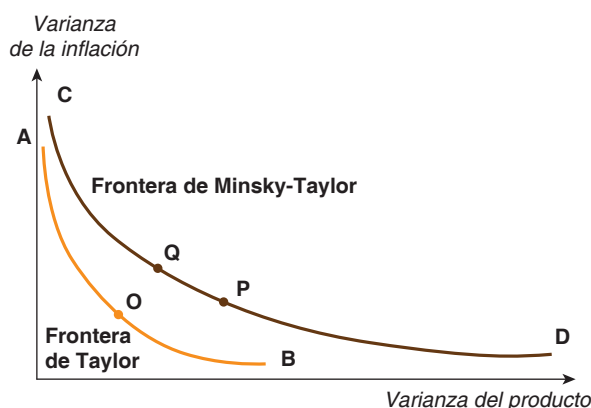
¹⁹ Término creado por Borio y Zhu (2008).

²⁰ Rajan (2005) argumenta que la *búsqueda de la rentabilidad* fue un importante ingrediente en la historia de la crisis.

²¹ Adrian y Shin (2011) exponen otro mecanismo que funciona a través del apalancamiento de los bancos. Ellos muestran que si los bancos se imponen una limitación al valor en riesgo, entonces la laxitud de la política monetaria puede incrementar la toma de riesgos. La reducción en las tasas de interés estimula los precios de los activos (al bajar las tasas de descuento), y también hace que la curva de rendimiento sea más pronunciada, lo cual tiende a incrementar los márgenes de interés neto de los bancos. Asumiendo que todo lo demás permanece constante, esto reduce el apalancamiento del banco al estimular el valor neto del banco y al incrementar su rentabilidad continua. Para lograr su meta de valor en riesgo, el banco expande su balance general, comprando activos e instando al aumento del precio de los activos, ampliando así el efecto inicial de la laxitud monetaria.

Gráfica 5

LA FRONTERA DE MINSKY-TAYLOR



completamente los efectos de las crisis financieras por dos razones. Primero, las crisis pueden repercutir en el producto antes de que se sienta una respuesta de política monetaria. Segundo, las crisis generalmente reducen el crecimiento de la oferta potencial, por ejemplo al interrumpir la oferta de crédito para las empresas productivas. Al no tener en cuenta la inestabilidad financiera se genera una visión optimista indebida sobre dónde se encuentra la frontera de Taylor, especialmente cuando esta se basa en datos recopilados a partir de un periodo de estabilidad. En relación con una frontera de Taylor que refleja sólo la demanda agregada y los choques de costos, la inclusión de los choques de inestabilidad financiera genera lo que llamo la frontera Minsky-Taylor, que se exhibe en la gráfica 5. Esto refleja la influencia de las percepciones erróneas, los ciclos financieros y la búsqueda de rendimiento. En la curva Minsky-Taylor, para un cierto grado de variabilidad de la inflación, el producto es más volátil a largo plazo que en una curva de Taylor simple. Ignorar la inestabilidad financiera podría implicar elegir una función de reacción de política que se cree implica un intercambio al punto O en la gráfica 5. En realidad, el verdadero intercambio se da por el punto P. Una vez que se entiende entonces la función de

reacción de política podría cambiar y corresponder a un intercambio en el punto Q.²²

Los ejemplos que he dado sugieren la posibilidad de que exista un intercambio entre el cumplimiento de la meta de inflación a corto plazo y la reducción del riesgo de una crisis financiera a largo plazo. Para aclarar si esta posibilidad garantiza un cambio en el modo en que se aplica la meta de inflación, quiero ahora realizar un experimento de pensamiento contrafactual y preguntar si la política monetaria anterior a 2007 podría haber moderado la crisis si no se hubiese enfocado exclusivamente en una meta de inflación.

UNA POLÍTICA MONETARIA CONTRAFACUAL, 1997-2007

Quiero preguntar si, con el beneficio de la retrospectiva, la política monetaria debería haberse establecido de manera diferente durante el periodo de la llamada Gran Estabilidad. ¿Las tasas de interés deberían haber sido más altas durante este periodo para mitigar parte del crecimiento del crédito, el aumento de precios de los activos, y el incremento del apalancamiento del sistema bancario? Muchos analistas parecen pensar hoy que la respuesta es un rotundo sí –si bien me parece recordar que pocos dijeron eso en aquel momento– y la mayor parte de la presión sobre el MPC, tanto

²² Existe otra consideración que es más intrigante aún. La existencia de percepciones erróneas, del *ciclo de confianza* y del uso de heurística, y la búsqueda del rendimiento, todos crean costos de bienestar más allá del efecto de la inflación y del producto porque distorsionan la conducta de los particulares. Esto significa que la inestabilidad financiera importa para el bienestar independientemente de su efecto sobre el producto y la inflación. Por lo tanto la política se dirige a reducir no sólo la volatilidad del producto y de la inflación, sino también las distorsiones en las decisiones de los particulares. Esto introduce una tercera dimensión al análisis de bienestar y las limitaciones para los hacedores de política se representan en una superficie tridimensional de Minsky-Taylor.

Cuadro 2

TASAS DE CRECIMIENTO DEL PIB DEL REINO UNIDO

	<i>Crecimiento anual promedio¹ (%)</i>
1952-2012	2.6
1952-2007	2.8
2000-2007	2.9
2007-2012	-0.5

Fuente: ONS, cálculos del Banco de Inglaterra.

¹ Tasas de crecimiento anual compuestas continuamente, calculadas a partir del segundo trimestre del año de inicio de cada periodo al segundo trimestre del año de finalización de cada periodo. Datos para 1952t2 interpolada a partir de los datos anuales.

desde dentro como desde fuera, fue para lograr niveles más bajos más que más altos de tasa de interés bancario.²³

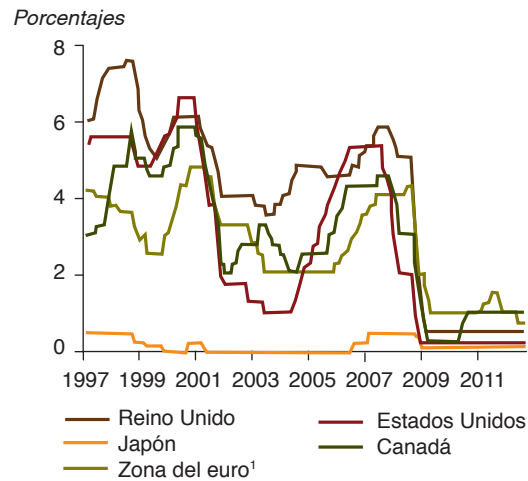
Antes de intentar responder la pregunta, permítanme recordarles dos hechos clave de la Gran Estabilidad. Primero, la tasa de crecimiento del PIB durante el periodo anterior al inicio de la crisis en 2007 fue del 2.9%, muy *cercana* a su promedio anterior de largo plazo del 2.8% (ver cuadro 2). Segundo, la tasa de interés establecida por el MPC fue más *alta* que la tasa en el resto de los países del G7 por casi el total de los diez años anteriores a la crisis (ver gráfica 6).

Pero si la tasa de crecimiento era sustentable, su modelo no lo era. A fines de los noventa, hubo un aumento significativo, no completamente explicable, en la libra esterlina de aproximadamente un 25% con respecto a la mayoría de las otras monedas, lo cual llevó al surgimiento de desequilibrios en la economía del Reino Unido. Esto tomó la forma de un cambio en la composición del producto alejándola de la manufactura y enfocándola hacia los servicios, y un cambio en la demanda alejándose de las exportaciones y enfocándose en la demanda interna. El ahorro nacional cayó a niveles insosteniblemente bajos.

²³ Que conste que durante el periodo relevante estuve entre la minoría que votó por un nivel más alto de tasa bancaria en 14 ocasiones.

Gráfica 6

TASA DE POLÍTICA EN EL G7



Fuente: Thomson Datastream.

¹ Promedio de Alemania y Francia antes de 1999.

En los primeros años del MPC, hubo un intenso debate sobre estos desequilibrios, y cómo deberían afectar a la política monetaria.²⁴ En una plática en abril de 2000, argumenté que “es importante no dejar que la demanda interna crezca rápidamente por mucho tiempo. Mientras más tiempo se posponga la corrección, más agudos serán los ajustes requeridos”.²⁵ La duda era cuánto estimular la demanda interna, a costa de exacerbar los desequilibrios, para compensar la demanda externa débil, y las minutas del MPC de 2001 y 2002 debatían explícitamente el argumento de aceptar la inflación por debajo de la meta para los próximos dos años.²⁶ El Comité rechazó el argumento, y durante

²⁴ Ver las minutas del Comité de Política Monetaria, especialmente durante el año 2001. Todas las minutas del MPC están disponibles en <www.bankofengland.co.uk/publications/minutes/Pages/mpc/>. Ver también Barker (2003), Bean (2003), King (2000, 2002) y Large (2005).

²⁵ King (2000).

²⁶ Ver en particular las minutas del MPC de enero de 2002.

Cuadro 3

ESTADÍSTICAS DE VOTO, 2000-2007

	<i>Votos totales</i>	<i>Disenso al alza</i>	<i>Disenso a la baja</i>
2000	108	15	3
2001	117	4	18
2002	106	2	9
2003	108	8	13
2004	108	2	0
2005	108	10	7
2006	100	4	8
2007	108	8	11

Fuente: Banco de Inglaterra, <www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/Documents/mpcvoting.xls>.

ese periodo, la mayoría de los votos disidentes del MPC fueron por las tasas más bajas (ver cuadro 3). El dilema, y la resolución del MPC del mismo, fueron sintetizadas por mi antecesor, Eddie George, en 2002 cuando dijo: “En efecto, hemos adoptado la visión de que el crecimiento desequilibrado en nuestra situación presente es mejor que el no crecimiento, o como dicen algunos analistas, es mejor una economía de dos velocidades que una economía sin velocidades”.²⁷

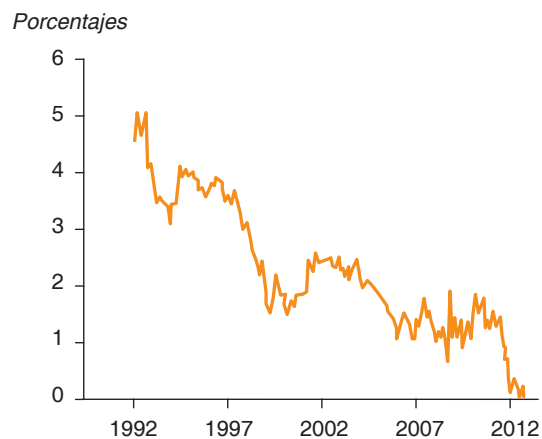
¿Fue esta la opción correcta?

Como en algunos países industrializados, los precios de los activos, entre ellos los precios de la vivienda, habían sido impulsados al alza por la caída en las tasas de interés real a largo plazo (ver gráfica 7). Como estas tasas a largo plazo se establecieron en los mercados de capital del mundo por la interacción de la demanda para la inversión con la oferta (muy grande) de ahorros, sólo una estrategia de tasas de interés persistentemente más altas en el país que en el exterior –que, en cierto modo, sí seguimos– hubiese evitado un aumento significativo en los precios de los activos y así reducido en parte la presión al alza para el crecimiento del crédito.²⁸

²⁷ <<http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2002/speech156.pdf>>

²⁸ El análisis de Bean *et al.* (2010) sugiere que hubiese

Gráfica 7

REINO UNIDO: TASAS DE INTERÉS REAL A CINCO AÑOS, CINCO AÑOS ADELANTE¹

Fuente: Banco de Inglaterra.

¹ Derivado de las curvas de pasivos gubernamentales del banco.

Esta estrategia podría haber traído algunos beneficios para la estabilidad financiera. Es posible que sin el aumento de los precios de los activos hubiésemos mantenido las expectativas de futuros ingresos dentro una ruta más modesta que más tarde no hubiese requerido corrección. Las tasas más altas y la resultante recesión y el desempleo podrían haber recordado a las empresas, a los particulares y a los mercados financieros que la economía no tenía garantías de experimentar un constante crecimiento estable; así, se interrumpió la dinámica que describí anteriormente en la cual la estabilidad lleva a un exceso de confianza y a una eventual inestabilidad, al presionar a la

sido enorme el costo en producto de desacelerar el crecimiento del crédito para el sector no financiero. Existen comentarios simples de que los bancos centrales deberían haber explotado la burbuja antes de que ocurriera la crisis. Esta idea ignora la sabiduría en Issing (2012) cuando afirma que: “Un banco central no tiene instrumentos para establecer el precio de activos individuales de manera exitosa, y la creación de un desastre macroeconómico haciendo explotar una burbuja sólo arruinaría la reputación del banco”.

economía para promover su *antifragilidad*, según Taleb. Y las tasas de interés nacionales más altas podrían haber aliviado parte de la *búsqueda del rendimiento* que probablemente se dio luego de un periodo de tasas bajas.

Pero el apalancamiento y la tasa de crecimiento del crédito podrían ser relativamente insensibles a las tasas de interés; especialmente una vez que un ciclo autoreforzado de optimismo y expansión crediticia está en marcha. Y esta crisis financiera fue mundial. Por sí solo el Reino Unido no hubiera podido evitarla. De todos modos hubiésemos sufrido la caída brusca y marcada de la producción y del comercio mundial en 2008-2009. Posiblemente hubiésemos experimentado aun una crisis bancaria y un *desplome del crédito* interno ya que, como ha descrito mi colega Ben Broadbent,²⁹ los préstamos a la economía real del Reino Unido contribuyeron sólo en una pequeña parte al aumento del apalancamiento de los grandes bancos del Reino Unido, los cuales reflejaron una expansión del crédito mayor dentro del sector financiero y en el exterior (ver cuadro 4). A la fecha, tres cuartos de las pérdidas de los bancos del Reino Unido han sido en activos extranjeros. La búsqueda de rendimiento que provocó la excesiva toma de riesgo fue el resultado de bajas tasas de interés a largo plazo en todo el mundo, no sólo las tasas en el Reino Unido.

Entonces ¿qué hubiera pasado si hubiésemos adoptado la política contrafactual de niveles más altos de tasa de interés bancaria?

Ciertamente es imposible saber con certeza. Y mucho depende de qué hubiese ocurrido con el tipo de cambio. En el MPC, se discutieron dos visiones. Una era que al establecer tasas de interés a niveles más altos, y con ello deprimiendo la demanda nacional y el crecimiento del producto, las expectativas del tipo de cambio a largo plazo congruentes con una ruta sustentable de demanda interna podrían ser desplazadas y *arrojar* a un nivel de equilibrio más bajo: de A a B en la gráfica

²⁹ Broadbent (2012).

Cuadro 4

INCREMENTO EN LOS ACTIVOS DE LOS PRINCIPALES BANCOS DEL REINO UNIDO, 2002-2007¹

(miles de millones de libras)

	2002	2007	Cambio
Crédito a la economía real del Reino Unido	682	1,141	459
Activos totales	1,994	5,511	3,518

Fuente: cuentas publicadas, Banco de Inglaterra.

¹ Los bancos incluidos son los siguientes: Alliance & Leicester, Barclays, Bradford & Bingley, HBOS, HSBC, Lloyds TSB, Northern Rock y RBS.

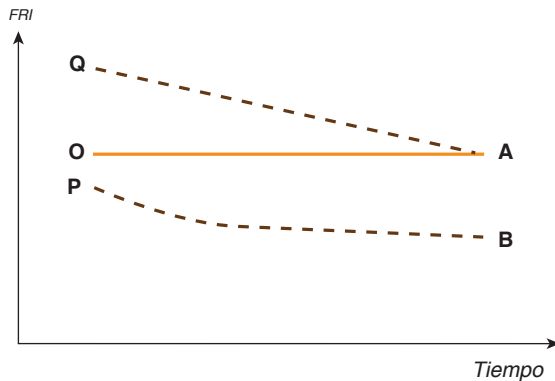
8. Ciertamente, parecía haber buenas razones en ese momento para imaginar que un crecimiento más lento interno podría significar que el dinero caliente retornaría a los países que experimentaban un crecimiento más sólido. Como resultado de ello, el actual tipo de cambio habría caído de O a P en la gráfica 8 y luego se hubiese esperado que siguiera el rumbo PB compatible con la paridad de la tasa de interés sin cobertura. El resultado habría sido mayor demanda externa para subsanar la débil demanda interna. Después de cierto tiempo, podríamos haber logrado un crecimiento en *una velocidad*, y por lo tanto evitado la opción que nadie quiere entre *dos velocidades* y ningún crecimiento.

La otra visión fue que las tasas de interés más altas *no* hubieran alterado el valor de equilibrio esperado a largo plazo de la libra esterlina, pero hubiesen llevado a un salto inmediato al alza en el tipo de cambio, conforme el mayor diferencial de tasa de interés con otros países hubiera corrido la paridad de la tasa de interés sin cobertura de OA a QA en la gráfica 8. Esto hubiese significado una demanda externa aún más débil y una economía interna más deprimida.³⁰ Las tasas de interés más

³⁰ Acorde con esto, los miembros del MPC más preocupados por el alto nivel de tipo de cambio defendían las tasas de interés más bajas, no más altas, para provocar una depreciación, a riesgo de desequilibrios más agudos.

Gráfica 8

EL EFECTO DE UN INCREMENTO EN LA TASA DE INTERÉS EN EL TIPO DE CAMBIO



altas hubiesen moderado el crecimiento del crédito interno y los precios de los activos, pero sólo a expensas del crecimiento más lento del producto, del incremento del desempleo y de quedarse debajo de la meta de inflación por largo tiempo.³¹

Todo hubiera dependido del éxito de la estrategia para reducir el nivel de equilibrio esperado a largo plazo para la libra esterlina para evitar una mayor alza en la libra esterlina a corto plazo y una recesión dañina. En el mejor de los casos, las tasas de interés persistentemente altas hubiesen implicado una desaceleración inicial del crecimiento, un intento deliberado de debilitar la libra esterlina y una inflación por debajo de la prevista para un periodo. En el peor de los casos, hubiésemos visto que el tipo de cambio se apreciaba más. El decenio hubiese estado caracterizado por un aumento del desempleo y una inflación muy baja.

Hubiese sido una jugada riesgosa haberse alejado de nuestras responsabilidades asignadas por ley en una dirección que hubiese impuesto costos reales para el producto y para el empleo. Pero los costos de las crisis subsiguientes han sido tan

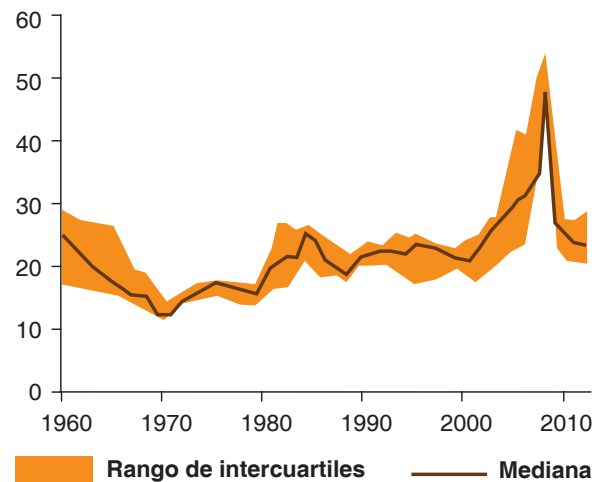
³¹ La estrategia de no elevar, y para algunos de bajar, la tasa de interés bancaria resultaba atractiva para aquellos que vieron signos de una mejora en el desempeño de la oferta de la economía.

grandes que no podemos detenernos allí y decir que no se podía hacer nada.

¿Existía una alternativa mejor que una estrategia de tasas de interés más altas? La primera línea de defensa natural contra las crisis financieras es la política macroprudencial. En principio, estas políticas pueden cambiar la curva Minsky-Taylor y ubicarla más próxima a la curva original de Taylor. En retrospectiva, antes de 2007 debería haber habido un tope de apalancamiento de los bancos (ver gráfica 9). Y el tope debería haberse estrechado ya que se incrementaron los precios de los activos y la exposición posible a las pérdidas. Por eso ahora tenemos un régimen de política macroprudencial

Gráfica 9

RAZÓN DE DEUDA DE LOS BANCOS DEL REINO UNIDO¹



Fuente: cuentas públicas y cálculos del Banco de Inglaterra.

¹ Razón de activos totales a derechos de los accionistas. Los datos son una muestra congruente hacia atrás de las instituciones que proporcionaron servicios bancarios en el Reino Unido en 2011. La muestra incluye los siguientes grupos financieros: Barclays, HSBC, LBG, National Australia Bank, Nationwide, RBS, y Santander UK. Cuando los datos están disponibles de modo constante para el componente en el Reino Unido del grupo bancario, se han utilizado. Northern rock y Gradford and & Bingley estuvieron en la gráfica hasta 2007 y 2008, respectivamente.

en el Reino Unido. Será supervisado por el Comité de Política Financiera del Banco de Inglaterra, que tendrá poder para dirigir, y hacer recomendaciones a los entes reguladores sobre el capital y el apalancamiento en el sistema financiero del Reino Unido.

En mi opinión, el gran reto para la política monetaria antes de la crisis fue la grave fijación de precios errónea en las tasas de interés y en el tipo de cambio a largo plazo, y los desequilibrios que resultaron de ello. Gran parte de esto estuvo fuera del control de quienes formulan la política en el Reino Unido y reflejaron los desarrollos en la economía mundial. Puede argüirse, si bien no es cierto, que en ausencia de una régimen macroprudencial o de una política fiscal más rigurosa, las tasas de interés persistentemente más altas podrían haber sido la segunda mejor opción de estrategia. Sin embargo, hubiese sido una jugada arriesgada. Como presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke ha señalado, “el tema no es si los banqueros centrales deberían ignorar los posibles desequilibrios financieros –no deberían hacerlo– sino, más bien, cuál es la ‘herramienta adecuada para la tarea’ de responder a estos desequilibrios”.³² Por eso es vital que las herramientas macroprudenciales y las regulaciones microprudenciales sean parte de la armadura de un banco central para mitigar, si no para evitar, la acumulación de apalancamiento y la toma de riesgo excesivos en el sector de la banca y en el sector financiero. A partir del año que viene, el Banco de Inglaterra tendrá estas responsabilidades y ya está en funciones un nuevo Comité de Política Financiera.

Pero las herramientas macroprudenciales abordan los síntomas más que los problemas subyacentes de percepciones equivocadas y precios erróneos. Si bien pensamos que las nuevas herramientas dadas al Banco hubieran ayudado a aliviar la última crisis, sería optimista confiar sólo en tales herramientas para evitar toda crisis futura. Sería sensato reconocer que podría haber circunstancias en las cuales se justifica alejarse de la meta

³² Bernanke (2011).

de inflación por un tiempo para moderar el riesgo de las crisis financieras. La política monetaria no puede simplemente *limpiar el desastre* luego de una crisis. Los riesgos deben abordarse de antemano. No veo que eso sea incompatible con una meta de inflación porque es la estabilidad de la inflación durante largos periodos, y no los cambios año con año, lo que es crucial para el éxito económico. Los principios clave que subyacen en una meta de inflación flexible son la credibilidad, la predictibilidad y la transparencia en la toma de decisiones y seguirán siendo la piedra angular para una política monetaria exitosa en el futuro.

CONCLUSIONES

La conferencia del gobernador Leigh Pemberton en 1992 concluía con un mensaje en la London School of Economics: “en un mundo de estabilidad de precios no se podría pensar en invitar al gobernador del Banco de Inglaterra a disertar aquí”. Si la estabilidad de precios hubiera garantizado la estabilidad financiera, eso podría haber sido verdad.

Desgraciadamente, las cosas no funcionaron así.

Lo que he intentado mostrar esta noche es que el argumento a favor de la estabilidad de precios es tan fuerte hoy como hace 20 años, tanto en teoría como en la práctica. La claridad y simpleza de las metas de inflación ayudan a anclar las expectativas de inflación a un objetivo. Olvidamos las lecciones de los años setenta y ochenta a nuestro propio riesgo. Al final del día, la esencia de la banca central es mantener la confianza y el valor del papel moneda.

Es demasiado pronto para descartar la meta de inflación. Junto con la independencia del banco central, ha desempeñado un papel clave en brindar estabilidad de precios en el Reino Unido. Como informaba *The Times* hace 20 años, “el tono firme de la libra y las tasas de mercado de dinero alemán más accesibles podrían tentar al Ministro a rebajar medio punto la tasa base para hacerla coincidir con

el discurso del Primer Ministro en Brighton hoy”. La temporada de conferencias del partido no es más una época para especular sobre cambios en las tasas de interés. Sin duda deberemos aprender mucho sobre la distribución adecuada de responsabilidades de la política monetaria, por un lado, y de la política macroprudencial, por la otra, en los próximos 20 años. Pero no deberíamos descartar el trigo con la cizaña. La inflación baja y estable es un requisito para el éxito económico.

Gran parte de lo que he expresado es, espero, una invitación a la acción para los economistas, y especialmente para los jóvenes economistas, una invitación a reflexionar sobre los fundamentos de nuestras teorías macroeconómicas. Sin abandonar la idea de modelos rigurosos –después de todo, en palabras del Premio Nobel del año pasado Tom Sargent, “hace falta un modelo para vencer a otro modelo”– pero reconociendo que en nuestros modelos presentes la manera en la cual pensamos la conducta humana ante la incertidumbre irreductible está muy incompleta.

Las ideas importan mucho más de lo que se reconoce habitualmente en el debate público sobre política monetaria, el cual se concentra demasiado en las personalidades. Keynes y Stamp entendían esto. En febrero de 1929, Josiah Stamp fue a París como miembro del Comité para evaluar si podían pagarse las reparaciones de deuda acumuladas por Alemania; las similitudes con la situación actual en Europa son demasiado conmovedoras para insistir en ellas. En una carta a Keynes, Stamp comparaba a estas reuniones internacionales con un ilusionista tratando de sacar un conejo de su chistera:

Sigue siendo un manicomio, en cierto modo: pero todos están locos de manera muy refinada, y la principal ocupación es elaborar pruebas, desde distintos ángulos, de sanidad. La mitad se sienta alrededor de la chistera con la reiteración de Coué: hay un conejo; ahí está. La otra mitad trata de hacer un ruido similar al de una lechuga succulenta. Se tiene la convicción general de que mientras

más ilusionistas se reúnan, mayor es la certeza de la existencia del conejo.³³

La única escapatoria de la locura es el poder de las ideas. Hoy, entendemos menos de lo que quisiéramos sobre cómo funciona la economía. El desafío de intentar de entender más y de desarrollar estas nuevas ideas es para ustedes: la próxima generación de estudiantes y académicos de la LSE y de otros lugares. ¡Emprendan el camino!

BIBLIOGRAFÍA

- Adrian, T., y H. Shin (2011), “Financial Intermediaries and Monetary Economics”, *Handbook of Monetary Economics*, 3A, Elsevier, pp. 601-650.
- Barker, K. (2003), “Adjusting to Low Inflation – Issues for Policy”, disponible en <<http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2003/speech190.pdf>>.
- Barker, K. (2012), “Macroeconomic Policy: Too Much Autonomy and Too Little Coordination”, CentreForum, disponible en <www.centreforum.org/assets/pubs/macroeconomic-policy.pdf>.
- Bean, C. (2003), “Asset Prices, Financial Imbalances and Monetary Policy: Are Inflation Targets Enough?”, en Anthony Richards y Timothy Robinson (eds.), *Asset Prices and Monetary Policy*, Reserve Bank of Australia, Sydney, pp. 48-76.
- Bean, C., M. Paustian, A. Penalver y T. Taylor (2010), “Monetary Policy after the Fall”, en Federal Reserve Bank of Kansas City, *Macroeconomic Challenges: The Decade Ahead*.
- Bernanke, B. (2011), “The Effects of the Great Recession on Central Bank Doctrine and Practice”, comentarios en la 56th Economic Conference of the Federal Reserve Bank of Boston, 18 de octubre de 2011.

³³ La carta de Stamp aparece en las obras reunidas de J. M. Keynes, volumen XVIII, Macmillan, 1978, pp. 306-307. Émile Coué fue un psicólogo francés que desarrolló un método popular de psicoterapia basado en la autosugestión optimista. Hubiese estado como en casa en los actuales debates de política económica.

- Bernanke, B., y M. Gertler (1989), "Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations", *American Economic Review*, vol. 79(1), pp. 14–31.
- Bernanke, B., y M. Gertler (1990), "Financial Fragility and Economic Performance", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 105, pp. 87-114.
- Bernanke, B., M. Gertler y S. Gilchrist (1999), "The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework", en John B. Taylor y Michael Woodford (eds.), *Handbook of Macroeconomics*, edición 1, volumen 1, Elsevier, Amsterdam, pp. 1341-1393.
- Borio, C., y H. Zhu (2008), *Capital Regulation, Risk-taking and Monetary Policy: A Missing Link in the Transmission Mechanism?*, BIS Working Paper, núm. 268.
- Brazier, A., R. Harrison, M. King y A. Yates (2008), "The Danger of Inflating Expectations of Macroeconomic Stability: Heuristic Switching in an Overlapping-generations Monetary Model", *International Journal of Central Banking*, vol. 4, núm. 2, pp. 219-254.
- Broadbent, B. (2012), "Deleveraging", conferencia disponible en <www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2012/speech553.pdf>.
- Caballero, R. (2010), *Macroeconomics after the Crisis: Time to Deal with the Pretense-of-knowledge Syndrome*, MIT Department of Economics Working Paper, núm. 10–16.
- Curdia, V., y M. Woodford (2009), *Credit Frictions and Optimal Monetary Policy*, Working Paper, Federal Reserve Bank of New York, agosto.
- Eichengreen, B., M. El-Erian, A. Fraga, T. Ito, J. Pisani-Ferry, E. Prasad, R. Rajan, M. Ramos, C. Reinhart, H. Rey, D. Rodrik, K. Rogoff, H. Shin, A. Velasco, B. Weder di Mauro e Y. Yu (2011), *Rethinking Central Banking*, Brookings Institution, Washington.
- Eggertsson, G., y P. Krugman (2012), "Debt, Deleveraging, and the Liquidity Trap: A Fisher-Minsky-Koo Approach", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 127, núm. 3, pp. 1469– 1513.
- Fisher, I. (1933), "The Debt-deflation Theory of Great Depressions", *Econometrica*, vol. 1, núm. 4.
- Geanakoplos, J. (2010), "The Leverage Cycle", en D. Acemoglu, K. Rogoff y M. Woodford (eds.), *NBER Macroeconomics Annual 2009*, vol. 24, University of Chicago Press, Chicago, pp. 1-65.
- Gertler, M., y Kiyotaki, N. (2010), "Financial Intermediation and Credit Policy in Business Cycle Analysis", en *Handbook of Monetary Economics*, vol. 3A, Elsevier, Amsterdam.
- Issing, O. (2012), "Central Banks –Paradise Lost", Mayekawa Lecture, Institute of Monetary and Economic Studies, mimeo., Bank of Japan, Tokio.
- King, M. (1994), "Debt Deflation: Theory and Evidence", *European Economic Review*, vol. 38, números 3–4, pp. 419-445.
- King, M. (1999), "Challenges for Monetary Policy", en *New Challenges for Monetary Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas, Kansas City, pp. 11-58.
- King, M. (2000), "Balancing the Economic Sawsaw", conferencia disponible en: <www.bankofengland.co.uk/publications/Pages/speeches/2000/speech82.aspx>.
- King, M. (2002), "Monetary Policy in the UK– Challenges Ahead", conferencia disponible en <www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2002/speech169.pdf>.
- King, M. (2003), conferencia en Leicester disponible en <www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2003/speech204.pdf>.
- Kiyotaki, N., y J. Moore (1997), "Credit Cycles", *Journal of Political Economy*, vol. 105, núm. 2.
- Large, A. (2005), "Monetary Policy: Significant Issues of Today", conferencia disponible en <www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2005/speech262.pdf>.
- Leigh-Pemberton, R. (1992), "The Case for Price Stability", *Bank of England Quarterly Bulletin*, noviembre.
- Minsky, H. (1982a), "Debt-deflation Processes in Today's Institutional Environment", *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, diciembre.
- Minsky, H. (1982b), "The Financial-instability Hypothesis: Capitalist Processes and the

- Behavior of the Economy”, en Charles Kindleberger y Jean-Pierre Laffargue (eds.), *Financial Crises*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Rajan, R. (2005), “Has Financial Development Made the World Riskier?”, en *The Greenspan Era: Lessons for the Future*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Kansas City, pp. 313-370.
- Reinhart, C., y K. Rogoff (2009), *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press.
- Rotemberg, J., y M. Woodford (1997), “An Optimization-Based Econometric Framework for the Evaluation of Monetary Policy”, *NBER Macroeconomics Annual*, vol. 12, pp. 297-346.
- Shirakawa, M. (2010), “Revisiting the Philosophy behind Central Bank Policy”, conferencia en el Economic Club de Nueva York, 22 de abril de 2010.
- Taleb, N. (2012), *Antifragile: Things that Gain from Disorder*, próximo a publicarse por Random House (Estados Unidos) y Penguin (Reino Unido).
- Woodford, M. (2003), *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton University Press, Princeton, Nueva Jersey.