

Boletín del FMI

ENTREVISTA CON OLIVIER BLANCHARD

El FMI examina el alcance de la futura política macroeconómica

Boletín Digital del FMI
12 de febrero de 2010

- El FMI examina las implicaciones de la crisis económica mundial para la política económica.
- Subraya la necesidad de que las autoridades económicas utilicen un abanico completo de instrumentos de política económica.
- Entra en el debate sobre el futuro marco de la política macroeconómica.



Blanchard: “A medida que la crisis retrocede lentamente, creemos que ha llegado el momento de reevaluar lo que sabemos sobre la ejecución de la política macroeconómica”.
(foto: FMI)

El 12 de febrero el FMI publicó un estudio, “Rethinking Macroeconomic Policy”, que forma parte de una serie de estudios de política económica preparados por el personal técnico de la institución integrada por 186 países miembros, en el que se reevalúa el marco de política macroeconómica y financiera tras la devastadora crisis.

Varios de estos estudios serán examinados en una conferencia que se celebrará en Seúl, Corea, a finales de este mes.

El Boletín Digital del FMI conversó con Olivier Blanchard, uno de los autores de “Rethinking Macroeconomic Policy”, sobre las razones por las que se publica ahora este estudio y los objetivos que persigue. Blanchard, profesor del Instituto Tecnológico de Massachusetts (MIT, por sus siglas en inglés), ingresó en el FMI en 2008 como Consejero Económico del FMI y Director del Departamento de Estudios.

Boletín Digital del FMI: ¿Por qué publican este estudio, en el que se trata básicamente de establecer un nuevo marco para la política macroeconómica?

Blanchard: A medida que la crisis retrocede lentamente, creemos que ha llegado el momento de reevaluar lo que sabemos sobre la ejecución de la política macroeconómica. Los macroeconomistas y las autoridades económicas tuvimos la tentación de atribuirnos gran parte del mérito por el aumento sostenido de las fluctuaciones cíclicas desde principios de los años ochenta y de concluir que sabíamos cómo aplicar la política macroeconómica. No resistimos esa tentación. La crisis nos obliga naturalmente a cuestionar nuestras conclusiones anteriores y eso es lo que tratamos de hacer en este estudio.

Boletín Digital del FMI: ¿Están entonando los economistas un *mea culpa*?

Blanchard: Está claro que los macroeconomistas no causaron esta crisis. No obstante, ahora nos damos cuenta de que tanto los economistas como las autoridades económicas nos confiamos demasiado en el aparente éxito de la política económica de antes de la

crisis, el período denominado “La Gran Moderación”, en el que se redujeron las fluctuaciones del producto y la inflación en casi todas las economías avanzadas y aumentaron los niveles de vida. La crisis nos ha enseñado mucho y queremos participar activamente en el proceso de extraer lecciones de la “Gran Recesión”.

Nuestro objetivo es presentar algunas cuestiones clave sobre el diseño de los marcos de política macroeconómica. Y desarrollar algunas ideas que nos ayuden a fortalecer estos marcos. De cara al futuro, tendremos que considerar más a fondo cómo adaptar nuestras recomendaciones específicas de política económica a las necesidades de los países avanzados, de mercados emergentes y en desarrollo.

Boletín Digital del FMI: ¿Cuáles son sus conclusiones hasta el momento?

Blanchard: Los elementos básicos del consenso de política económica alcanzado antes de la crisis siguen siendo válidos. Mantener el producto cerca de su nivel potencial y una inflación baja y estable deberían ser las dos metas de política económica. El control de la inflación sigue siendo la principal responsabilidad del banco central. Pero la crisis nos obliga a reflexionar sobre estas metas y cómo lograrlas.

La crisis ha puesto claramente de manifiesto, sin embargo, que las autoridades económicas deberán estar atentas a otras variables, como la composición del producto, el comportamiento de los precios de los activos y el apalancamiento de los diferentes participantes en la economía. También ha demostrado que se puede contar con muchos más instrumentos de los que se utilizaban antes de la crisis. Lo difícil es aprender a utilizar estos instrumentos de la manera más eficaz. La combinación de la política monetaria y los instrumentos regulatorios tradicionales, y el diseño de estabilizadores automáticos más eficaces para la política fiscal son dos vías prometedoras.

Boletín Digital del FMI: Combinar la política monetaria y los instrumentos regulatorios, ¿a qué se refiere exactamente?

Blanchard: Las tasas de interés son un instrumento poco adecuado para hacer frente a un apalancamiento excesivo, a una asunción de riesgos excesiva o a aparentes desviaciones de los precios de los activos con respecto a las variables fundamentales. Necesitamos una combinación de instrumentos monetarios y regulatorios.

Por ejemplo, si el apalancamiento parece excesivo, pueden establecerse unos coeficientes de capital regulatorio más elevados; si el nivel de liquidez parece demasiado bajo, pueden incrementarse los coeficientes de liquidez regulatoria; para frenar el aumento de los precios de la vivienda, pueden reducirse las razones préstamo/valor; para limitar los aumentos de los precios de las acciones, pueden establecerse requerimientos de márgenes más elevados. Estas medidas podrían eludirse en cierta medida, pero es probable que tengan un impacto más focalizado que la tasa de política sobre las variables en las que tratan de incidir.

Es mejor utilizar la tasa de política principalmente para responder a la evolución de la actividad agregada y la inflación, y contar con estos instrumentos específicos para hacer frente a cuestiones concretas relacionadas con la composición del producto, el financiamiento o el precio de los activos.

Por lo tanto, para combinar los instrumentos regulatorios y monetarios de esta forma, los marcos prudenciales y regulatorios tradicionales deberán adquirir una dimensión macroeconómica. Lo difícil, en este caso, es hallar una solución de compromiso adecuada entre un sistema sofisticado y que pueda ajustarse cada vez que se produzca un cambio marginal del riesgo sistémico y un enfoque basado en mecanismos sencillos de comunicar y normas fáciles de implementar.

Si uno está de acuerdo en que, conjuntamente, la política monetaria y la regulación proporcionan una amplia variedad de instrumentos cíclicos, la cuestión que se plantea es cómo facilitar la coordinación entre las autoridades monetarias y regulatorias, o si el banco central debería ocuparse de ambas funciones. De hecho, es muy posible que tenga que invertirse la tendencia hacia la separación de estas dos funciones.

***Boletín Digital del FMI:* Usted señala que deberíamos comprender por qué en muchos países los bancos centrales prestan más atención al tipo de cambio de lo que están dispuestos a admitir, y extraer conclusiones para la política económica. ¿Puede explicarnos a qué se refiere?**

Blanchard: En muchos países emergentes, si bien las autoridades monetarias son las que fijan metas de inflación, no cabe duda de que prestan atención al tipo de cambio más allá de sus efectos sobre la inflación.

Y probablemente tengan razones de peso para ello. ¿No ha llegado el momento de conciliar la teoría con la práctica, y de pensar en la política monetaria a nivel más amplio, como el uso conjunto de la tasa de interés y la intervención esterilizada, para proteger las metas de inflación reduciendo los costos relacionados con una volatilidad excesiva del tipo de cambio?

***Boletín Digital del FMI:* Los bancos centrales han optado por fijar metas de inflación bajas, en torno al 2%. En su estudio, usted sostiene que tal vez convendría reevaluar esta meta, ¿por qué?**

Blanchard: Esta crisis ha demostrado que las tasas de interés pueden bajar a un nivel de cero, y cuando esto ocurre se pone una limitación muy importante a la política monetaria, dejando al banco central con las manos atadas en épocas difíciles.

Por lógica, un nivel de inflación promedio más elevado y, por lo tanto, unas tasas de interés nominales promedio más altas antes de la crisis habrían proporcionado mayor margen para flexibilizar la política monetaria durante la crisis y habrían causado un deterioro menos importante de las posiciones fiscales. Ahora debemos pensar si esto justifica fijar metas de inflación más altas en el futuro.

Boletín Digital del FMI: ¿No es arriesgado hacer eso?

Blanchard: La crisis ha demostrado que pueden producirse y se producen shocks que afectan al sistema. En esta crisis, los shocks provinieron del sector financiero, pero podrían provenir de cualquier otro sector en el futuro; por ejemplo, los efectos de una pandemia en el turismo y el comercio, o los de un gran ataque terrorista en un importante centro económico. Por lo tanto, tal vez convendría que las autoridades económicas fijaran una meta de inflación más alta en circunstancias normales, a fin de aumentar el margen de maniobra de la política monetaria para reaccionar ante estos shocks. Concretamente, ¿son más altos los costos netos de la inflación a un nivel, por ejemplo, del 4% que del 2%, la banda meta actual? ¿Es más difícil anclar las expectativas de inflación al 4% que al 2%?

Sin duda, el bajo nivel de inflación creíble mantenido a través de la independencia del banco central ha sido un logro histórico, especialmente en varios mercados emergentes. Por lo tanto, responder a todas estas cuestiones implicará reevaluar detenidamente la lista de costos y posibles beneficios de la inflación. No obstante, cabría considerar si el beneficio de contar con un mayor margen de maniobra de política en períodos de crisis gracias a un nivel ligeramente más alto de inflación compensa los costos.

Boletín Digital del FMI: La política fiscal vuelve a estar de moda debido a la crisis.

Blanchard: La crisis ha vuelto a poner de relieve el papel de la política fiscal como instrumento macroeconómico, por dos razones principales: primera, en la medida en que la política monetaria, incluida una mayor flexibilización del crédito y una orientación cuantitativa más expansiva, había llegado en gran parte al límite, las autoridades económicas no tuvieron más alternativa que basarse en la política fiscal. Segundo, se preveía, desde sus etapas iniciales, que la recesión sería larga, de forma que quedaba claro que el estímulo fiscal tendría tiempo suficiente para generar un impacto beneficioso a pesar de los desfases de implementación.

También ha demostrado la importancia de tener “espacio fiscal”, es decir, margen de maniobra en épocas difíciles. Algunas economías avanzadas que entraron en la crisis con altos niveles de deuda y cuantiosas obligaciones sin financiamiento previsto han tenido una capacidad reducida para usar la política fiscal, y ahora se enfrentan a ajustes difíciles.

Aquellas economías de mercados emergentes —algunas, por ejemplo, en Europa oriental— que aplicaron políticas fiscales muy procíclicas impulsadas por los auges del consumo están obligadas ahora a reducir el gasto y aumentar los impuestos a pesar de las recesiones sin precedentes. En cambio, muchos otros mercados emergentes entraron en la crisis con niveles de deuda más bajos, lo que les permitió utilizar la política fiscal de manera más contundente sin que quedara en duda la sostenibilidad fiscal o sufrir interrupciones repentinas.

Esto parece indicar que deberíamos reevaluar las razones de deuda meta/PIB. Tal vez deberíamos fijarnos como objetivo razones más bajas que las registradas antes de la

crisis. El logro de este objetivo sigue estando muy distante, teniendo en cuenta de dónde partimos, pero esta es otra cuestión que debemos reexaminar.

Boletín Digital del FMI: ¿Qué puede hacerse para que la política fiscal sea más eficaz durante una crisis?

Blanchard: Las medidas discrecionales de política fiscal tienden a llegar demasiado tarde para luchar contra la desaceleración porque lleva tiempo establecer recortes de impuestos o nuevas medidas de gasto. Por lo tanto, se justifica mejorar los denominados estabilizadores fiscales. En nuestro estudio señalamos que hay que examinar detenidamente las medidas que hagan efecto automáticamente durante una desaceleración y tengan un impacto significativo en la economía. Por ejemplo, podrían aplicarse políticas impositivas temporales focalizadas en los hogares de bajos ingresos, créditos a la inversión, o transferencias sociales temporales que estuvieran impulsadas por una variable macroeconómica que traspasara un determinado umbral (por ejemplo, si la tasa de desempleo superara el 8%).

Los comentarios sobre este artículo pueden enviarse a imfsurvey@imf.org