

Reseña al libro: *Alternativas de Política Monetaria en la Poscrisis* de Ignacio Perrotini Hernández y Juan Alberto Vázquez Muñoz

(Facultad de Economía-UNAM, 2019, 285 pp.)



Ismael Valverde-Ambriz¹

Todo parece indicar que la teoría y la práctica de la política monetaria vinculada al modelo de Blancos de Inflación (*Inflation Targeting*) se ha visto rebasado por las circunstancias presentes en la economía global y se encuentra en crisis. Vale decir que este modelo, que ahora es la estrategia dominante en los bancos centrales en diversas partes de mundo, implica el compromiso de alcanzar una meta de inflación en donde el ancla nominal de la política monetaria es la tasa de inflación, utilizando a la tasa de interés como el instrumento fundamental. Este marco se complementa con la búsqueda de la estabilidad macroeconómica (Véase, Perrotini, 2007, 2013).

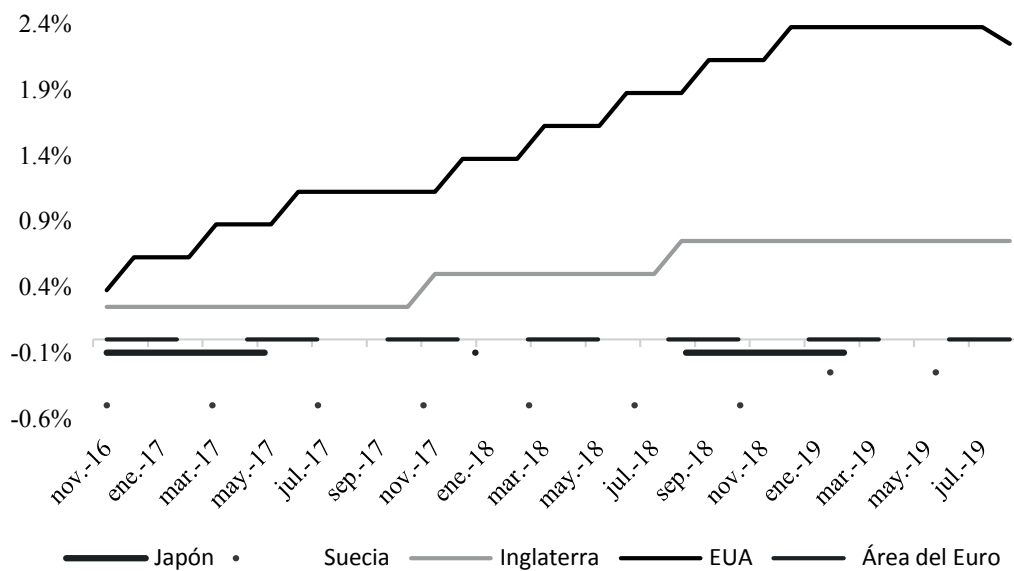
Es cierto que este tipo de política ofreció buenos resultados en algunos países que la han implementado, logrando la reducción y la estabilización de la tasa de inflación (BIS, 2019), además de la disminución de la incertidumbre y de haber resuelto el problema de la inconsistencia dinámica de la política monetaria (Baxa *et al*, 2012; Tecroci y Vassalli, 2010). Así, hasta ahora, la política monetaria había funcionado esencialmente mediante la flexibilización cuantitativa y reduciendo las tasas de interés para estimular la demanda y el apetito por el riesgo, colocándolas en algunos casos en tasas nominales negativas (véase Gráfica 1).

Sin embargo, si se da un vistazo al comportamiento de los mercados de capitales es claro que esta política ya no puede ser una opción. Y es que un tercio de todos los bonos gubernamentales en el mundo se encuentran ahora en rendimientos negativos. Para el segundo trimestre del 2019 el valor global de los bonos con rendimiento a nivel global ascendía a 15.3 trillones de dólares y para septiembre de este año ya se encuentra en 17 trillones de dólares, incluyendo a los Estados Unidos (véase Gráfica 2). Además, es de esperar que, cuando las tasas de interés a corto y largo plazo ya son muy bajas, los recortes adicionales hacen poca diferencia en la actividad económica real, lo cual se puede corroborar con la pérdida de dinamismo de la economía que, a pesar de la implementación de estas tasas nominales negativas, no sólo no ha expandido su crecimiento, sino que se prevé que caiga aún más. La Gráfica 3 ejemplifica este fenómeno con una muestra de países desarrollados. Sin embargo, esta idea se sostiene aún en países en desarrollo, con alta volatilidad nominal y con regímenes fiscales débiles (Brito, 2010; Calvo y Mishkin, 2003; Fraga *et al*, 2003; Ros, 2015 para el caso de México). Adicionalmente, vale decir que empujar las tasas de política demasiado lejos hacia territorio negativo podría reducir el crecimiento al limitar la rentabilidad y los préstamos bancarios.

¹ Estudiante del programa de Doctorado en Economía de la Facultad de Economía-UNAM.

Gráfica 1

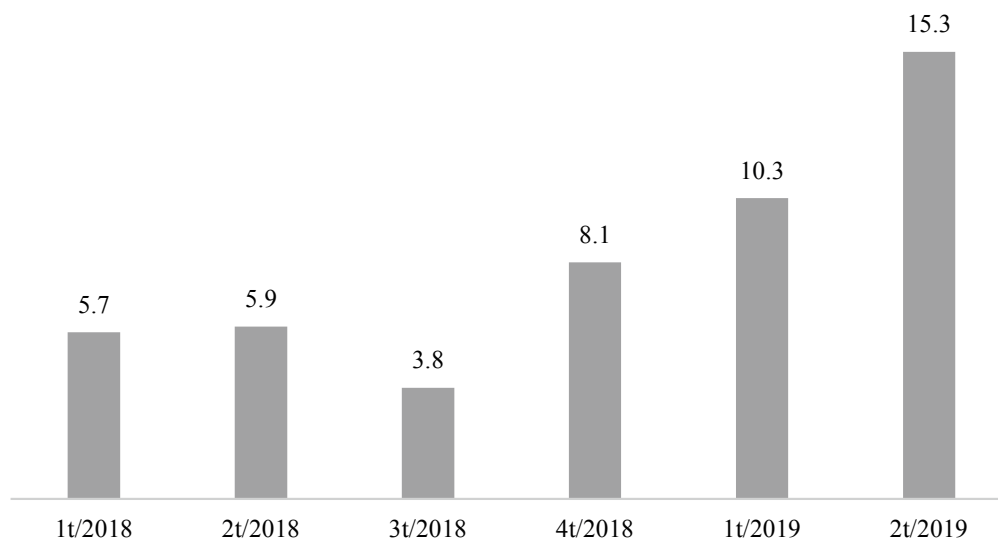
Tasas de política monetaria para muestra de países



Fuente: elaboración propia con información del Central Bank Policy Rates-BIS, 2019.

Gráfica 2

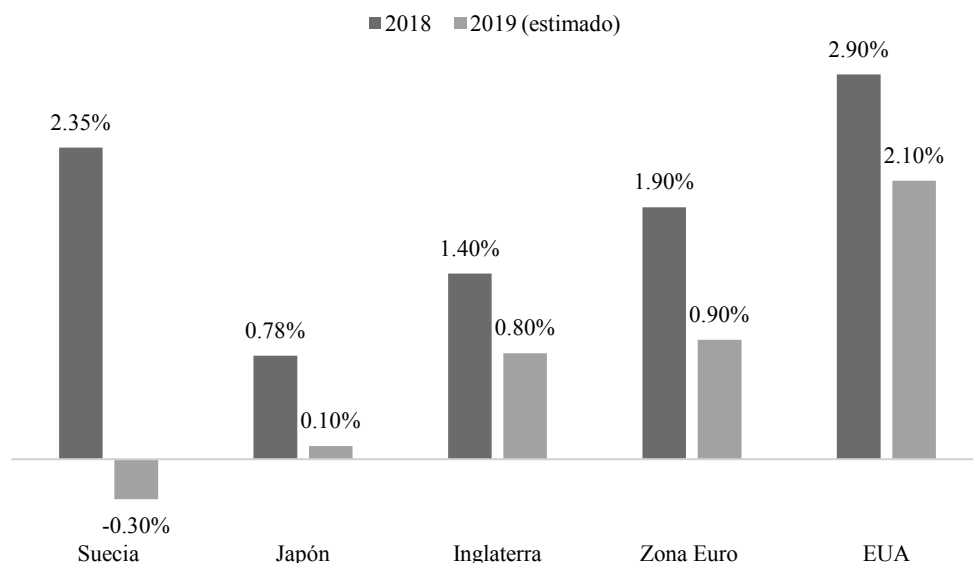
Valor global de los bonos con rendimiento negativo
(en trillones de dólares)



Fuente: elaboración propia con datos de Bloomberg, 2019.

Gráfica 3

Tasa de crecimiento anual del PIB



Fuente: elaboración propia con datos del Banco Mundial y *The Economist*, 2019.

Además de las claras limitaciones al campo de acción que ahora presenta la política monetaria, es posible sumar también los efectos secundarios que ha traído. Entre ellos se encuentra el aumento de la desigualdad (Gornemann *et al*, 2016; Dolado *et al*, 2018), la tendencia a la apreciación asimétrica de los tipos de cambio (Ros, 2015; Libman, 2018), la contracción del producto y la normalización de las tasas negativas de interés (Barnebeck *et al*, 2015). Esto ha traído consecuencias adversas a todos los agentes económicos, no sólo a los ahorradores y a la rentabilidad de los bancos.

En estas circunstancias, la política fiscal desempeñará un papel importante en cualquier recesión futura, pero también es claro que ésta no podrá lograr avances sustantivos por sí sola. Si bien hay fuerzas poderosas en juego que contribuirán a mantener bajas las tasas de interés, esto podría cambiar con un gran estímulo fiscal cuando la deuda está en niveles récord y en aumento. Además, existe alguna literatura que aborda cómo, hasta cierto punto, la política fiscal no ha sido lo suficientemente flexible como para desplegarse rápidamente cuando ha sido necesario (Allsopp y Vines, 2005; Delong *et al*, 2012).

Por las razones ya señaladas es claro que se necesita desarrollar un marco de política monetaria diametralmente diferente, que le quite peso al control de la inflación, del déficit público y de la balanza de pagos, para dar mayor ponderación a otros elementos que ya comienzan a ser más que evidentes, como la modificación del ingreso y de la tasa de crecimiento del producto. Es esta tarea donde podemos enmarcar el nuevo libro coordinado por Ignacio Perrotini y Juan Alberto Vázquez, *Alternativas de Política Monetaria en la Poscrisis*, editado por la Facultad de Economía de la UNAM.

En primera instancia se debe reconocer que se trata de un ejercicio de reflexión que tiene una estupenda relación orgánica entre los textos que lo componen, lo que hace evidente el esfuerzo de edición y de composición del libro. Los trabajos son claros y bien estructurados. Si bien todos los textos abren vetas de investigación mucho más amplias, abordan el objetivo en cuestión y no divagan ni aturden al lector con un abundante mar de citas sobre temas alternos. Otro elemento que abona a la edición fue la sencillez y la homogeneidad narrativa y terminológica. Esto hace que no sólo aquellos que estén bien adentrados en el tema puedan encontrar en este texto un material que ofrezca nuevas perspectivas, sino que también aquellos estudiantes que aun comienzan a introducirse en el tema sacarán mucho provecho de su lectura y, mejor aún, con un poco de esfuerzo también podrán beneficiarse ampliamente de las cuestiones más avanzadas.

El libro representa una aportación sustancial pues, en un marco general, plantea al menos tres interrogantes al actual marco de teoría y política económica dominante. El primero propone un cuestionamiento a los resultados y al supuesto éxito del modelo actual, remarcando la importancia que tiene en el pobre desempeño del crecimiento del producto y como uno de los promotores de la desigualdad a través de los diversos canales por los que actúa la tasa de interés. El segundo va de la mano con la importancia que tiene para el modelo de metas de inflación considerar la endogeneidad la tasa de crecimiento de la economía de largo plazo. Este aspecto es particularmente importante porque, dentro de la misma “lógica” del modelo, permite establecer consideraciones de política monetaria muy diferentes y que den como resultado políticas contracíclicas. El tercero apunta al papel fundamental que tiene el tipo de cambio en la práctica de la política monetaria, particularmente en las economías en desarrollo. Lo valioso de libro es que aborda estos tres elementos mediante una reflexión crítica a través del análisis de modelos tanto ortodoxos como heterodoxos.

El libro está dividido en nueve capítulos. El primero de ellos, “Análisis comparativo de la política monetaria de inflación objetivo”, a cargo de André Gerald y Julia Hernández, da evidencia estadística para señalar que si bien dentro de una muestra de países que han implementado el modelo de inflación hay evidencia estadística para suponer que siguen algún tipo de regla tipo Taylor, también hay presencia de cierto margen de discrecionalidad en la implementación de la política monetaria.

En el segundo capítulo, “Evolución del Banco de México vista desde sus leyes”, Carlos Alberto Carrasco y Jesús Ferreiro dan muestra de que en la evolución institucional y normativa del Banco de México es posible encontrar dos grandes tendencias. La primera tiene que ver con el papel cada más importante que se le da a la política cambiaria. La segunda implica el desbaratamiento de los mecanismos de coordinación entre la política fiscal y monetaria, sobre todo en la promoción del crecimiento económico, en donde el papel que ha jugado la llamada “autonomía política” ha sido sustancial.

El reto en términos de organicidad con el resto de libro que supone el texto de Chritopher Cernichiaro, Abigail Rodriguez y Francisco Venegas, “Tipo de cambio, política monetaria y sus efectos en la actividad económica”, no es menor. El mensaje general es que bajo los supuestos de que el tipo de cambio real se determina en el mercado de bienes y el nivel de producción en el mercado de dinero, es más conveniente que no se incorpore a la regla monetaria un coeficiente

relacionado a las variaciones del tipo de cambio real, ya que éste se encuentra implícito, y hacerlo llevaría consigo una sobre-reacción del banco central. Se podría pensar que esto contraviene la postura “crítica” del libro al negar darle un lugar al tipo de cambio en la regla de política monetaria, como sí hacen otros textos del mismo libro; sin embargo, los autores fundamentan su análisis con un riguroso campo conceptual keynesiano, juegan en la misma “cancha” que el Nuevo Consenso Macroeconómico y, aun así, logran plantear una forma alternativa de abordar el mismo tema.

El artículo anterior es un reto, sí, pero bastante complaciente, porque entra en un diálogo directo con el capítulo 4, “Política monetaria con tipo de cambio administrado”, en donde Josefina León y Luis Alberto se valen de un modelo que considera metas de inflación con flotación administrada del tipo de cambio y presentan además un Índice de Condiciones Monetarias (ICM) para dar muestra de que el Banco de México sí reacciona ante las variaciones porcentuales del tipo de cambio real. Las implicaciones en términos de política que esto tiene son sustanciales, pues argumentan que la necesidad que tiene un banco central de reaccionar al tipo de cambio afecta la independencia del mismo.

Louis-Philippe Rochon, en “La política monetaria después de la crisis”, aborda varios aspectos nodales de crítica al marco de metas de inflación y a sus supuestos fundamentales. Sin embargo, nos gustaría resaltar que da pauta para introducir otro tema que también resulta de vital importancia, dados los grandes pendientes del actual sistema económico y que se refiere al impacto que tienen las variaciones de la tasa de interés nominal en la distribución del ingreso. Para ello, presenta tres reglas que han sido propuestas desde uno de los frentes de los postkeynesianos: la regla de Smithin, la regla de Passinetti y la regla de Kansas City. Lo valioso del texto de Rochon es que, si la política monetaria se instrumenta de tal forma que tome un objetivo de distribución del ingreso, será posible estructurar una coordinación tal que la política fiscal se centre en hacer avances en términos de niveles de producción, tasas de crecimiento de la economía y en tasas de desempleo.

El trabajo de Emiliano Libman, “Sobredeterminación y Neutralidad Monetaria. Crítica al Nuevo Consenso Macroeconómico” es muy sustancial y presenta una estructura narrativa muy clara. Debemos decir que nos recuerda mucho el trabajo de Colander (1995) en el sentido de que hace evidente el problema de sobredeterminación que existe en los modelos vinculados al del Nuevo Consenso, exponiendo así una de las contradicciones inherentes. Logra este propósito tomando en consideración que la demanda agregada también tiene un peso sustancial en largo plazo y no sólo en el corto. Además, negar este fenómeno implicaría ignorar el hecho de que la política monetaria puede tener efectos permanentes tanto en el nivel de empleo como en la distribución del ingreso. De la misma manera, supondría que existe un sólo nivel de empleo consistente con el equilibrio macroeconómico.

Ignacio Perrotini, Juan Alberto Vazquez y Josué Zavaleta también traen a colación un tema fundamental y de una actualidad indiscutible: la endogeneidad de la tasa natural de crecimiento. En este riguroso trabajo presentan estimaciones que dan prueba estadística de este fenómeno para la economía mexicana, así como las implicaciones de política monetaria. Para ellos, la endogeneidad de la tasa de crecimiento natural de la economía cambia radicalmente las cosas. La existencia de este fenómeno y la no consideración del mismo por parte del Banco de México se

ha traducido en la instrumentación de una política monetaria procíclica que ha afectado a la tasa de crecimiento de la economía y que hace sumamente frágil y volátil el potencial de crecimiento, pues hay una restricción estructural a deprimir la economía.

El libro presenta dos experiencias que toman como referencias economías asiáticas. Takeshi Nakatani y Taro Abe, en “Una evaluación de la Abenomía desde una perspectiva histórica”, se valen de la historia económica reciente de Japón para hacer visible los límites que tiene la política monetaria cuando no se toman en consideración las condiciones estructurales de la economía, particularmente aquellas vinculadas con el mercado laboral y los marcos normativos del sector financiero. Y es que, a pesar de que el grupo de políticas implementadas por el presidente Shinzo Abe tenía una lógica causal apegada a lo que dicta la teoría económica moderna convencional, falló en un aspecto sustancial (que además consideramos es uno de los mensajes más valiosos del capítulo, sobre todo dadas las condiciones mundiales de flexibilización cuantitativa): no importe cuánto amplíe el banco central la base monetaria, lo importante es que las instituciones bancarias están dispuestas a aumentar el crédito, de no hacerlo es muy difícil que esto se traduzca en mayor económico y en promoción del empleo.

Finalmente, el libro cierra con un texto de Juan González y Xuedong Liu, “Retos socioeconómicos del sueño chino en el primer cuarto del siglo XXI”. Los autores abordan el análisis de la construcción cultural e institucional del llamado “sueño chino”, una cuestión que, hasta cierto punto, podría considerarse alterna al objetivo central del libro. Sin embargo, el texto trata de forma muy clara una cuestión toral de la política pública en China, pero que puede servir de lección: aun cuando se toman estrategias de desarrollo distintas al paradigma económico dominante, también pueden existir consecuencias negativas. En el caso de la experiencia china se trata de la desigualdad creciente y la poca capacidad que ha tenido el sistema para poder beneficiar a toda la sociedad en la misma medida.

En lo relativo a los campos de oportunidad que los autores pueden explotar para ampliar una segunda edición encontramos los siguientes aspectos. Una parte sustancial del contenido del libro estaba centrado en el papel del tipo de cambio, por esta razón, nos extrañó no encontrar alguna referencia o algún trabajo que también tomara en consideración las aportaciones de Gali y Monacelli (2005) y De Paoli y Sondergaard (2009). Estos autores presentan una regla monetaria que utiliza como principal instrumento de política monetaria, no la tasa de interés, sino el tipo de cambio, como actualmente ya lo hace la Autoridad Monetaria de Singapur (MAS, por sus siglas en inglés) (véase Chong Te, 2013). Otra posibilidad para explorar y que también se centra en la importancia del tipo de cambio en las economías emergentes, es la combinación de un régimen de metas de inflación que se combina con un objetivo de tipo de cambio real, posibilidad que ya había sido puesta en la mesa por Galindo y Ros (2006).

Solo falta decir que el libro que ahora reseñamos, si bien se centra en el aspecto de la política y la teoría monetaria, resulta una avivadora invitación a considerar al crecimiento económico y a la desigualdad como dos elementos sustanciales para transformar la manera de hacer política y, sólo por este hecho, estamos seguros de que se convertirá en un clásico.

Bibliografía

- Allsopp, C., y Vines, D. (2005), “The Macroeconomic Role of fiscal policy”, *Oxford Review of Economic Policy*, 21(4), pp. 485-508.
- Barnebeck Andersen, Thomas, Malchow-Møller, Nikolaj y Nordvig, Jens, (2015), “Inflation targeting and macroeconomic performance since the Great Recession”, *Oxford Economic Papers*, 67(3), July, pp. 598–613
- Baxa, Jaromir, Plasil, Miroslav y Vasicek, Borek, (2012), “Changes in Inflation Dynamics under Inflation Targeting? Evidence from Central European Countries,” Working Papers 2012/04, Czech National Bank
- BIS (2019), Annual Economic Report, Bank for International Settlements, pp. 31-53.
- Brito, R. (2010), “Inflation Targeting in Emerging Economies: Panel Evidence”, *Journal of Development Economics*, 91(2), pp. 198-210.
- Calvo, G. A., y F.S. Mishkin (2003), “The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Countries”, NBER Working Papers 9808, National Bureau of Economic Research.
- Chong Tee, O. (2013), “An exchange-rate-centred monetary policy system: Singapore’s experience”, en Bank for International Settlements, Market volatility and foreign exchange intervention in EMEs: what has changed?, 2013, vol. 73, pp 307-315.
- Colander, D. (1995), “The stories we tell: A reconsideration of AS/AD analysis”, *Journal of Economic Perspectives*, 9(3), pp. 169-188.
- Delong, J., Summers, L., Feldstein, M., & Ramey, V. (2012), “Fiscal Policy in a Depressed Economy”, Brookings Papers on Economic Activity, pp. 233-297.
- De Paoli, B., y Sondergaard, J. (2009), “Foreign Exchange Rate Risk in a Small Open Economy”, Bank of England Working Paper No. 365
- Dolado J., G., Motyvowski y E., Pappa (2018), “Monetary policy and inequality under labor market frictions and capital-skill complementarity”, CEPR Discussion Paper 12734.
- Galindo L. M. y Ros, J. (2006), “Banco de México: política monetaria de metas de inflación”, *EconomíaUNAM*, 3(9), pp. 82-88.
- Fraga, Arminio, Ilan Goldfajn y André Minella (2003), “Inflation Targeting in Emerging Market Economies”, NBER Macroeconomics Annual, vol. 18, Chicago: University of Chicago Press.
- Gali, J., y Monacelli, T. (2005), “Monetary policy and Exchange Rate Volatility in a Small Open Economy”, *Review of Economic Studies*, 72, pp. 707-734.
- Gornemann, N., K., Kuester y M., Nakajima (2016), “Doves for the rich, hawks for the poor? Distributional consequences of monetary policy”, Board of Governors of the Federal Reserve, System International Finance Discussion Papers, 1167.
- Libman, E., (2018), “Asymmetric monetary and exchange-rate policies in Latin American countries that use inflation targeting”, *Revista de la CEPAL*, 125, Agosto, pp. 29-46.
- Perrotini, I. (2007), “El nuevo paradigma monetario”, *EconomíaUNAM*, 4(11), pp. 64-82.
- Perrotini, I. (2013), El nuevo consenso en teoría económica y política monetaria [mimeo], México: Facultad de Economía-UNAM. Disponible en línea.
- Ros, J., (2015), “Central Bank Policies in Mexico: Targets, Instrument, and Performance”, *Comparative Economic Studies*, 2015, pp. 1-28.
- Trecroci, Carmine y Vassalli, Matilde (2010), “Monetary policy regime shifts: New evidence from time-varying interest rate rules”, *Economic Inquiry*, 48(4), pp. 933–950.