

# Régimen Monetario y Estancamiento Secular

*Monetary Regime and Secular Stagnation*

Jamel Kevin Sandoval Hernández González\*

Samy Yandamy Morales Guillén\*\*

## Palabras clave

*Política Monetaria*

*Macroeconomía y economía monetaria*

*Análisis Microeconómico del desarrollo*

## Key words

*Monetary Policy*

*Macroeconomics and Monetary Economics*

*Macroeconomic Analysis of Economic Development*

**Jel:** E52, N1, O12

\* Banco de México. (jks.kmg@gmail.com)

\*\*Facultad de Economía UNAM (samymg@economia.unam.mx)

Los autores agradecen al Dr. Carlo Panico por los comentarios críticos y las preguntas incisivas hechas a un trabajo anterior que dieron pie a este artículo.

## Resumen

Después de la crisis del 2008 el ciclo de expansión económica se ha caracterizado por tres fenómenos inusuales en el mundo desarrollado: 1) bajas tasas de interés; 2) baja inflación; y 3) bajo crecimiento económico. El presente artículo busca ordenar la discusión generada en torno a estas cuestiones, contrastando de manera principal las implicaciones que hay entre el régimen monetario (y su relación con el ciclo financiero), y la hipótesis de estancamiento secular. El trabajo concluye que, aunque la primera tesis es vital para entender el funcionamiento de las tasas de interés, no es una teoría completa que pueda explicar nuestra realidad actual.

## Abstract

After the crisis of 2008, the cycle of economic expansion has been characterized by three unusual phenomena in the developed world: 1) low interest rates; 2) low inflation; and 3) low economic growth. This article seeks to order the discussion generated around these issues, contrasting mainly the implications between the monetary regime (and its relation with the financial cycle), and the hypothesis of secular stagnation. The paper concludes that although the first thesis is vital to understand the operation of interest rates, it is not a complete theory that can explain our current reality.

## Introducción

En junio de 2009 se dio por concluidos los efectos negativos derivados de “la Gran Recesión” y comenzó un proceso de recuperación económica (primero en Estados Unidos y después en el resto del mundo), llevando al ciclo expansivo más largo del que se tenga registro alguno.

Esta era *post-crisis*, no obstante, ha tenido características muy singulares respecto a los procesos de expansión económica que se hayan observado con anterioridad. Por inicio, los mercados financieros se han desarrollado durante toda esta década en medio de una mayor intervención de los bancos centrales; tasas de interés cercanas a cero; bonos de largo plazo pagando rendimientos negativos en distintos países; y records históricos en los mercados de valores. A pesar de ello, la inflación en las economías avanzadas ha estado lejos de ser robusta, y en la mayoría de estas naciones se mantiene por debajo de los blancos de inflación estipulados por los propios bancos centrales.

En paralelo, el crecimiento mundial ha sido lento y precario, entorpecido por lo que parece ser una incertidumbre permanente en torno a las políticas de diversos países, y mantiene una tendencia divergente entre sectores y regiones del mundo, dejando la sensación de un enquistamiento generalizado que los medios bautizan como “la nueva normalidad”.<sup>1</sup>

Así, tomando una perspectiva de mediano plazo, la macroeconomía de los años que van de 2009 a 2019 pueden caracterizarse por tres hechos incuestionables: 1) bajas tasas de interés; 2) baja inflación; y 3) bajo crecimiento económico.

<sup>1</sup> El término de nueva normalidad se le suele atribuir a Mohamed A. El-Erian, quien en el foro anual de la empresa *Pacific Management Investment Co.* (PIMCO), describió la época posterior a la gran recesión como una etapa donde el crecimiento económico estaría por debajo del promedio observado hasta entonces.

El presente artículo busca ordenar la discusión teórica entorno a estas tres cuestiones, guiando el debate entre lo que consideramos las dos posturas principales: el papel de la política y el régimen monetario internacional y la hipótesis de estancamiento secular. Para ello, el presente trabajo está dividido en dos grandes secciones, en la primera se describe brevemente los hechos estilizados de la época posterior a la crisis del 2008, y se sintetizan las ideas centrales que caracterizan la hipótesis del estancamiento secular. En la segunda sección, se aborda de manera más puntual el papel que juega el régimen monetario para explicar estos tres fenómenos.

## 1. La era post-crisis

### 1. Algunos hechos estilizados

Hay tres fenómenos globales que surcan el comportamiento de las economías avanzadas: bajas tasas de interés; baja inflación; y bajo crecimiento económico.

Del primer punto es importante recalcar que no es solamente que las tasas de interés del mercado sean bajas respecto a nuestra historia reciente (es decir, desde el estallido de la crisis de 2008), sino que históricamente se encuentran en niveles mínimos, y en el caso de economías como la de Estados Unidos o Alemania, las tasas de interés a largo plazo (10 años) se encuentran por debajo de los niveles registrados en los años 50, es decir, son las tasas más bajas de la época de la posguerra. (Gráfica 1).

Puede distinguirse con claridad que, antes de la década de los 80 las tasas de interés experimentaron incrementos muy significativos, al pasar de niveles cercanos al 2% en 1953 a tasas superiores al 15% en la época *Volckerista*. No obstante, a partir de dicho momento, las tasas de interés en el mercado no han dejado de dis-

minuir, mostrando una tendencia decreciente durante prácticamente los últimos 40 años.<sup>2</sup>

Lo anterior ha ocurrido no sólo a pesar de que desde 2015 los bancos centrales de distintas partes del mundo buscaron impulsar un ciclo alcista de las tasas de interés de referencia;<sup>3</sup> sino también, a pesar de que dichas tasas han llegado a niveles cercanos a cero o incluso han registrado niveles negativos por primera vez en la historia.

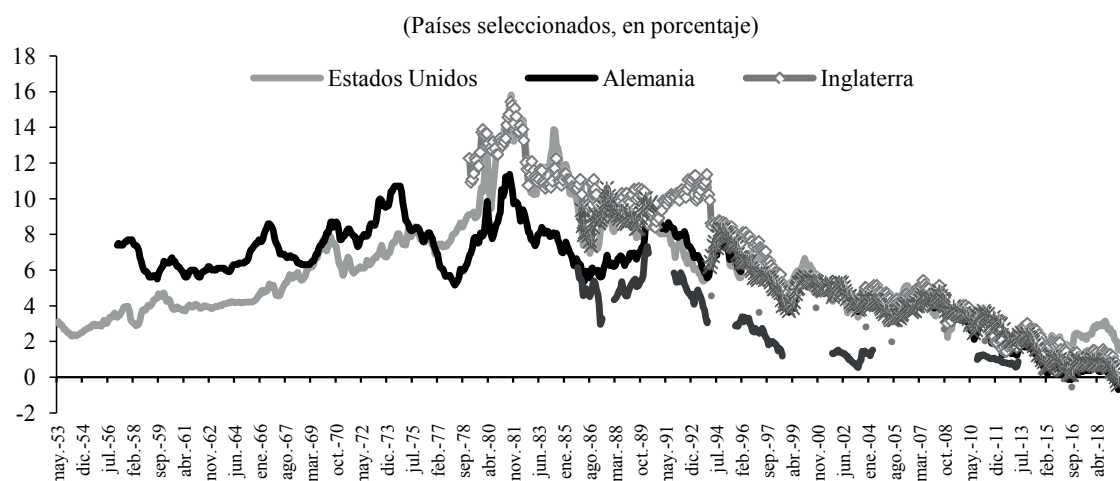
La inflación en la era *post-crisis* por su parte, también ha tenido una presencia débil y sistemáticamente baja. Si bien es factible observar un ligero repunte de los precios en los últimos cinco años en algunas economías (Inglaterra, Canadá o Estados Unidos), en la vasta mayoría de los países desarrollados la inflación permanece por debajo del 2%. (Gráfica 2).

De hecho, resulta relevante apreciar que en ningún país existen inflaciones similares a las que había a inicios de la década de los noventa, es decir, el nivel de la inflación es notoriamente más bajo que lo observado en años previos a la crisis del 2008, cuando los precios crecían a tasas cercanas al 5%.

2 Esta es una de las razones por las que en Morales y Sandoval (2017) concluimos que los factores que impulsaban tasas de interés ‘bajas’ no podían ser atribuibles a cuestiones relacionadas con las políticas monetarias derivadas de la crisis del 2008.

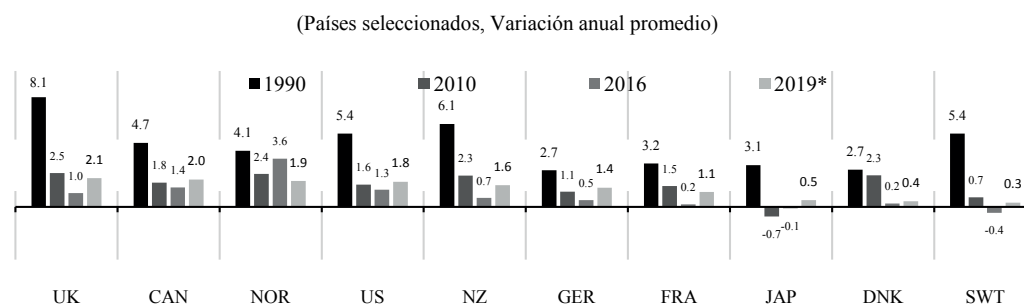
3 De manera más concreta, a partir de diciembre del 2015, la Reserva Federal (Fed) de los Estados Unidos comenzó a subir el umbral de su tasa de interés de referencia, lo que llevó rápidamente a que distintos bancos centrales alrededor del mundo (incluidos varios países emergentes) le siguiesen con posturas monetarias menos acomodaticias. Dicho ciclo si bien promovía tasas de interés más altas, era considerado únicamente como un fenómeno de ‘normalización’ de las tasas de interés (el regreso a la media histórica) debido a las medidas extraordinarias que se habían impulsado durante la crisis de 2008. No obstante, en fechas recientes fue abandonado dicho ciclo, y los bancos centrales han comenzado (nuevamente y desde niveles más bajos) a reducir sus tasas de interés.

## Gráfica 1 Tasas de interés de bonos a 10 años



Fuente: *Investing*; 2019.

## Gráfica 2 Inflación anual



\*Para 2019 se tomó el dato del mes de julio. UK = Reino Unido, CAN = Canadá, US = Estados Unidos, NZ = Nueva Zelanda, GER = Alemania, FRA = Francia, JAP, Japón, DNK = Dinamarca, SWT = Suiza.

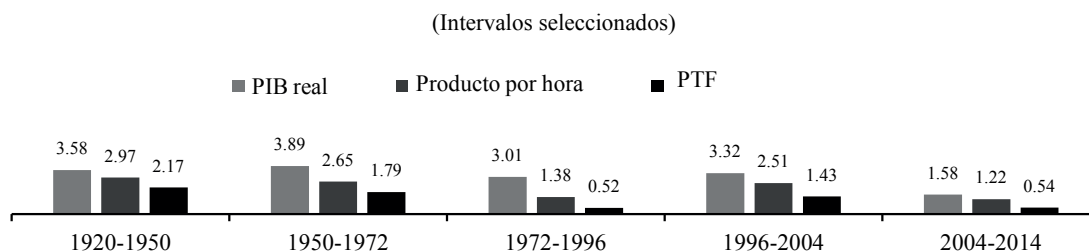
Fuente: *World Data Bank*; 2019.

Para el crecimiento económico no sólo puede argumentarse algo similar, en cuanto a que la mayoría de estas economías crece a velocidades promedio inferiores a las observadas en los años anteriores a la Gran Recesión; sino que este menor crecimiento, principalmente en Estados

Unidos, se ha asociado a dos hechos de gran preocupación: *i)* revisiones constantes a la baja del producto potencial de las economías (véase Summers; 2016a) y *ii)* menores niveles de la productividad del trabajo, y la productividad total de los factores (PTF). (ver Gráfica 3).

## Gráfica 3

## Tasas de crecimiento anuales de distintas variables para Estados Unidos



Fuente: Gordon (2016); 2019.

En general, no hay consenso explícito para explicar cuáles son las causas que determinan el comportamiento actual de estas variables, pero la agenda de investigación parece abrirse camino desde el estallido de la Gran Recesión. A 10 años de distancia, la búsqueda de un marco analítico que dé cuenta explicativa de esta nueva realidad se ha convertido en una especie de santo grial para la profesión.

## 2. La hipótesis del estancamiento secular.

Diversos autores han acudido al llamado para explicar la era *post-crisis*, ensayando respuestas de acuerdo a sus distintos intereses académicos (ver por ejemplo a Borio *et al.*; 2017 o Palley; 2019).<sup>4</sup> Una de estas tendencias analíticas

comprende un set de argumentos referidos al *balance inversión-ahorro*, y aunque existen diversas variaciones de ésta teoría, en su versión genérica apela a una brecha estructural y persistente entre inversión y ahorro.<sup>5</sup>

Dentro de esta tendencia existen diferentes variantes. Una de ellas es la llamada Hipótesis del Ahorro Excesivo (*saving glut*), basada en la idea de exceso de ahorro en los países emergentes, especialmente China, otros países asiáticos y Medio Oriente, quienes crearon grandes reservas internacionales después de las crisis de los años noventa; agregando a ello el alza en la preferencia de los inversionistas por activos seguros (Bernanke; 2005 y 2007b, y Caballero *et al.* 2016 y 2017).<sup>6</sup>

4 Palley (2019) en particular, está interesado en agrupar y discutir las ideas relacionadas con las bajas tasas, y específicamente el llamado zero lower bound (ZLB) como parte de los últimos desarrollos de la Nueva Economía Keynesiana (NEK), la cual agrega a las rigideces de precios y salarios la imposibilidad de reducir permanente la tasa de interés nominal. Con ello, Palley busca señalar y criticar a la NEK por explicar desempleo, nivel de producto y ahora bajas tasas a través de fricciones de mercado, lo que para él es una idea más pigouviana que propiamente keynesiana. Por otro lado, Borio *et al.* (2017a y 2017b) marcan el énfasis de las explicaciones dirigiendo la discusión entre los enfoques que se concentran en las variables reales y aquellas que apelan a factores

monetarios, particularmente el régimen y la política monetaria. Lo anterior, para apuntalar la idea de la no neutralidad de tales factores.

5 Para ver un resumen de las distintas posiciones puede consultarse el trabajo de Morales y Sandoval (2017).

6 Esta hipótesis en general sostiene que previo a la crisis existió una amplia demanda de activos seguros, lo que bajo las tasas de interés en el mercado y condujo a la acumulación de riesgos. En el mundo *post-crisis*, la reducción de la oferta de activos seguros causó un crecimiento económico anémico debido a que los inversionistas se dieron cuenta que otros activos respaldados por bonos (o los propios bonos), no eran tan seguros como se imaginaban. Para cubrir sus posiciones, creció



Otra de las variantes en este mismo marco analítico corresponde a la Hipótesis del Estancamiento Secular (*secular stagnation*, SSH de aquí en adelante), propuesta originariamente por Hansen en 1939 y puesta al día desde diferentes perspectivas, unas desde el lado de la oferta otras de la demanda. Desde la oferta se sostiene que diversos cambios estructurales (demográficos, ralentización de la innovación tecnológica y de la tasa de retorno del capital humano, etc.) afectaron el crecimiento de la PTF (Gordon; 2016); en la segunda visión se esgrime que una débil demanda de la inversión ha derivado en una brecha persistente entre ésta y la oferta de ahorros (Summers, 2014 y 2016a).

La caída de la inversión, a su vez, se explica; por un lado, como consecuencia de la reducción de los requerimientos de capital por trabajador y de la tasa de crecimiento de la población, disminuyendo el *quantum* de inversión; y por otro lado, con la tendencia a la baja de los precios de los bienes de capital.<sup>7</sup> Si a lo anterior se le agrega los efectos negativos en el consumo por los crecientes niveles de desigualdad en la distribución de la riqueza y el ingreso; se obtiene una demanda agregada persistentemente débil, producto de cambios estructurales en la inversión y el consumo.

Otra de las características fundamentales en la concepción del SSH desde el lado de la demanda, es el comportamiento de la tasa natural de interés. Summers argumenta que la baja inversión provocó que la tasa natural tuviese una espiral descendente, llevándola incluso a

aún más la demanda de estos instrumentos (o al menos de los que se siguieron percibiendo como los activos ‘más’ seguros), lo que redundó en que las tasas de interés cayeran, y dado que los activos libres de riesgo no se pueden ajustar abajo del ZLB, tampoco puede ajustarse el producto a pleno empleo.

7 Nótese que varios de estos argumentos son parte de los cambios estructurales derivados del choque tecnológico de finales del siglo pasado.

ser negativa, imposibilitando a los bancos centrales el poder alcanzarla y por lo tanto, restando eficacia a la política monetaria.<sup>8</sup>

No obstante, a pesar de que esta es una de las hipótesis más atractivas que se ha realizado, en tanto que es capaz de presentar una argumentación completa y global para explicar los tres fenómenos de estudio, presenta una postura que minimiza el papel del régimen y la política monetaria, lo que le ha valido numerosas críticas; por lo que, una pregunta de fondo dentro de la SSH es saber si ¿las variables nominales juegan un papel en las bajas tasas?

### 3. Política Monetaria, Ciclo financiero y Estancamiento secular.

#### 1. ¿Por qué las tasas de interés son bajas?

Existe un cierto consenso acerca de cómo se determinan las tasas de interés en el mercado: los bancos centrales fijan cuál es la tasa de interés de corto plazo y, a través de señales acerca de cuál puede ser su futura tasa de interés (su comunicación) y algún programa de compra de activos de largo plazo que posean, pueden alterar también el nivel de las tasas de interés a largo plazo. Los participantes en el mercado, de su lado, ajustan sus portafolios basados en las expectativas que tienen de la política monetaria futura, las perspectivas que poseen acerca del comportamiento futuro de otras variables económicas (como el desempeño económico o la inflación), y la actitud que tienen frente al riesgo y la liquidez de los instrumentos financieros. La confluencia de estas fuerzas determi-

8 Como se argumentará más adelante, consideramos que en particular este último punto de la SSH propuesta por Summers presenta una confusión analítica entre la tasa natural de la economía y la tasa neutral, lo que le impide reconocer el papel de las fuerzas monetarias dentro del diagnóstico general post-crisis de la SSH.

na la tasa de interés nominal para cada periodo de tiempo.

No obstante, donde existe una amplia discusión es sobre si en este proceso de determinación de la tasa de interés influyen factores *reales*. La tesis principal que sostiene esta idea, indica que la postura de política monetaria que adoptan los bancos centrales se toma en seguimiento a un *benchmark* de la tasa de interés. Dicha tasa de referencia (que guía las decisiones de los bancos centrales) está determinada exclusivamente por factores reales de la economía. Estos factores son generalmente expresados a través de las decisiones de ahorro e inversión de los agentes, por lo que el banco central mapea con su postura de política el nivel dictaminado por el ahorro y la inversión del sistema.

Frente a esta posición, se encuentra la perspectiva de que no existe esta tasa *benchmark* para los bancos centrales y que por lo tanto, las tasas de interés reflejan únicamente factores *monetarios*.<sup>9</sup>

Existe a nuestro entender, dos inconvenientes sustanciales en torno a este debate. En primer lugar, se suele asumir que en el largo plazo la tasa de interés del mercado coincidirá con la tasa de interés *benchmark* que refleja factores reales, y debido a que esta última tasa no es observable propiamente, no es posible desacreditar directamente su existencia a través de los datos.<sup>10</sup> En segundo lugar, y de manera

muy significativa, existe cierta ambigüedad en la literatura sobre la definición de la tasa de interés de referencia que ha conducido a una mala especificación de la discusión teórica.

Típicamente existen tres conceptos de la tasa de interés *benchmark* alrededor de la literatura: 1) la tasa de interés natural; 2) la tasa de interés de equilibrio; y 3) la tasa de interés neutral. Siguiendo a Williamson (2017), sostenemos que estos tres conceptos no son intercambiables entre sí, y que parte de la ambigüedad en la literatura ha radicado precisamente en confundir estos conceptos, lo que da lugar a malinterpretaciones respecto a porque las tasas de interés son bajas hoy en día.

De acuerdo a Williamson (2017), podemos definir estos conceptos de la siguiente manera:

1. La tasa de interés natural. Para el promedio de los economistas, el concepto de tasa natural está relacionado con la tasa de interés *wickselliana*, la cual representa el equilibrio entre la oferta de fondos prestables (usualmente el ahorro) y la demanda de fondos prestables (usualmente la inversión). Para efectos prácticos puede definirse como el rendimiento esperado del capital de nueva creación, y es una tasa de interés compatible con el pleno uso de los recursos de la economía. De manera más reciente, los modelos Nuevo Keynesianos han adoptado el concepto de la tasa natural como la tasa de interés que existiría en ausencia de rigideces de precios y salarios. En estos modelos, la tasa natural es el nivel subyacente de la tasa de interés cuando todos los mercados se despejan (es decir cuando todos los precios son flexibles), y por lo tanto refleja propiedades directas del ciclo real de negocios. En esta situación, la tasa de interés representa

9 Como es bien sabido, esta discusión no es en absoluto 'novedosa', y en general es la parte esencial de la discusión que Keynes presentó en su *Teoría General*, y que posteriormente siguió debatiendo con economistas como Ohlin B., Robertson o el propio Hicks. Para mayor detalle puede verse Keynes (1937.a y 1937.b).

10 Tal y como sostendremos más adelante, las metodologías empíricas están constreñidas al marco teórico de referencia, por lo que los resultados empíricos sobre esta tasa de referencia son lo que se conoce como '*model-dependent*'.

sólo factores reales, por lo que es compatible con el concepto primigenio de la tasa de *Wicksell* pero en un sentido microfundamentado.<sup>11</sup> Esta definición parece ser clara y homogénea alrededor de la literatura de la teoría monetaria.

2. La tasa de interés de equilibrio. La tasa de interés de equilibrio es constantemente malinterpretada. Siguiendo a Bernanke (2015), puede definirse de la siguiente forma: “la tasa de interés de equilibrio (algunas veces llamada tasa de interés *Wickselliana*), es la tasa real consistente con el pleno empleo del trabajo y del capital, quizás tras un periodo ligero de ajuste [...] Muchos factores afectan la tasa de interés de equilibrio. Con un rápido crecimiento económico esperaríamos que las tasas de interés sean más altas, todo lo demás constante, reflejando mayores retornos de capital esperados. En una recesión, la tasa de interés sería baja porque las oportunidades de inversión son limitadas. Políticas de gasto de gobierno e impuestos también afectan la tasa de equilibrio; por ejemplo, largos déficits afectan al alza la tasa, etc”. El dilema principal de esta definición, es que en un inicio Bernanke sostiene que este concepto es un sinónimo de la tasa de *Wicksell*, sugiriendo entonces que la tasa de equilibrio es a su vez la tasa natural (de hecho él asevera que es una tasa de pleno empleo), pero cuando comienza

a explicar el funcionamiento de la tasa de interés de equilibrio no presenta un análisis Nuevo Keynesiano, sino que en realidad describe una tasa muy similar a la que se presenta en el viejo modelo IS-LM. Esta distinción es muy importante, porque entonces la tasa de interés de equilibrio no está relacionada con el mercado de fondos prestables, sino con el mercado de dinero. Esa es la razón por la que cuestiones como la inversión, el gasto público o los impuestos afectan la tasa de interés de equilibrio pero no necesariamente la tasa natural. Asimismo, esta concepción permite imaginar diferentes tasas de interés (de equilibrio), donde el ahorro sea igual a la inversión, pero que no necesariamente sean de pleno empleo.<sup>12</sup> Esta confusión parece no ser propia únicamente de Bernanke, sino que esta presente a lo largo de varios *policy makers* como son Fisher (2016) o Borio *et al.* (2017).

3. La tasa de interés neutral. Yellen (2017) describió este concepto de la siguiente manera: “La tasa de interés neutral se define como el nivel de la tasa que, ajustada por la inflación, no es expansionista ni contraccionista cuando la economía opera en su pleno potencial. En efecto, una política ‘neutral’ es aquella donde la política monetaria no tiene el pie ni en el freno ni en el acelerador”. Es decir, la tasa neutral es aquella que, quitando la inflación, es consistente con el cierre de la brecha del producto de la economía, y es similar a la tasa de interés que se encuentra dentro de las reglas de política monetaria, la llamada *r-estrella* (véase Williams, 2018).

11 En específico, dentro de un modelo Nuevo Keynesiano, la tasa de interés de largo plazo (en estado estacionario), se determina dentro de la ecuación de Euler, la cual, en equilibrio termina reflejando la tasa de descuento subjetiva de los agentes. Dicho factor de descuento representa el grado de ‘impaciencia’ de las familias al momento de suavizar su consumo, por lo que implícitamente, la tasa de equilibrio de largo plazo en estos modelos se encuentra determinada por factores relacionados a cuestiones de ahorro-inversión, tal cual sucedía en *Wicksell*.

12 De hecho, todas las tasas de interés a lo largo y ancho de la curva IS representan tasas de ‘equilibrio’ entre el ahorro y la inversión, si bien esta tasa no refleja cuestiones reales (porque es determinada en el mercado de dinero), y no necesariamente implican pleno empleo. Véase Bofinger y Ries (2017).



Por inicio, quienes sostienen que las tasas de interés son bajas por factores reales, lo hacen suponiendo que la tasa natural ha presentado una caída significativa y que posteriormente, en seguimiento a este declive de la tasa natural, los bancos centrales han seguido esta trayectoria, y con ellos el resto de las tasas en el mercado.<sup>13</sup>

El problema principal con esta línea de argumentación es que la tasa de interés natural no es una variable observable; por lo que, para construir una explicación acerca de porque ha caído, se han seguido básicamente dos estrategias relacionadas a los factores subyacentes que la pueden haber modificado. La primera de ellas es básicamente narrativa, y cuenta diferentes historias sobre el comportamiento del ahorro y la inversión. La segunda de estas estrategias ha consistido en crear modelos tradicionales dentro de la NEK, donde bajo cierta calibración de los parámetros (los llamados ‘parámetros profundos’) se puede obtener una explicación teórica microfundamentada sobre los cambios en el balance ahorro-inversión. (véase Eggertsson *et al.* 2017 o Rachen y Smith 2017).

Frente a esta posición, diversos autores han emprendido una cruzada netamente empírica (econométrica) para demostrar que las tasas de interés no pueden explicarse por variables relacionadas con el nivel de ahorro o la inversión. Borio *et al.* (2019 y 2017), en particular, encuentran que el determinante principal de las tasas de interés es en realidad el régimen monetario, o en otras palabras, sugieren que no hay evidencia clara para aceptar que hay factores reales detrás de las bajas tasas de inte-

rés, sino que las tasas están siempre explicadas por factores monetarios.<sup>14</sup>

La confusión principal en este debate radica en que mientras los primeros autores confunden la tasa natural con la tasa neutral de la economía, los segundos toman a la tasa de interés de equilibrio como la tasa neutral.<sup>15</sup>

Es claro que la investigación empírica de Borio *et al.* (2019 y 2017) encuentra que es la política monetaria el principal determinante de la tasa de interés, debido a que los datos empleados, las tasas *observables*, gravitan en torno al equilibrio del mercado de dinero, es decir; los datos con los que se emprenden estos modelos econométricos reflejan desde un inicio factores monetarios, porque circundan la tasa de interés de equilibrio. Pero poco puede decirse con esta metodología acerca de si los bancos centrales fijan sus posturas en seguimiento o no a una tasa de interés no observable.

En particular, desde la incorporación del *inflation targeting* como régimen monetario, los bancos centrales tratan de usar como he-

13 Si bien es importante resaltar que para Bernanke (2015) estos efectos son sólo de carácter transitorio en tanto el desbalance comercial global se corrija, mientras que para Summers (2014), la caída de la inversión está más relacionada con cuestiones estructurales que no se corregiran por si solas.

14 Es interesante observar que Borio *et al.* (2017) no sólo muestran la influencia de factores monetarios, sino del tipo de régimen monetario que existe. En la época del patrón oro, por ejemplo, los autores encuentran que los bancos centrales mantuvieron el objetivo de convertibilidad de las monedas con políticas monetarias constantes, lo que generó tasas de interés constantes también durante estos años, a pesar de los cambios en la inflación y el producto. A partir de la década de los 80, con la introducción del régimen de metas de inflación, la política de tasas de los bancos se dirigió a conseguir tasas de inflación bajas y estables, modificando con ello la conducción de la política monetaria. El régimen por tanto, determina la tasa de mercado.

15 En Morales y Sandoval (2017) se tuvo la precaución de argumentar en torno al declive de la tasa neutral, pero en seguimiento a las expresiones de algunos policy makers puede existir alguna ambigüedad entre este concepto y el de la tasa natural en dicho trabajo. A la luz de esta nueva reflexión, consideramos que el argumento correcto (y el prevaeciente dentro de la SSH) debe estar vinculado únicamente al concepto de la tasa neutral.

herramienta de política en su toma de decisiones la tasa de interés neutral; la cual no obedece a variables de ahorro e inversión, sino al tipo de regla monetaria que se tenga, y el tipo de mecanismo de transmisión que se estime entre la brecha del producto y la brecha de la inflación.<sup>16</sup>

En este sentido, consideramos que la investigación de Borio muestra una claridad empírica un tanto obvia desde la teoría (y más específicamente desde la vieja tradición keynesiana, como sugiere Palley; 2019).

En consecuencia, las tasas de interés pueden ser bajas en efecto porque las fuerzas monetarias les obligan a estar en niveles bajos, pero los bancos centrales asumen esta posición considerando que la tasa neutral de la economía también ha decaído.

En Summers (2014) hay una equivocación al confundir la caída de la tasa neutral con la reducción de la tasa natural, principalmente porque los bancos centrales emplean como herramienta analítica la primera, no la segunda. En este sentido, encontramos que lo relevante es explicar ¿por qué la tasa de interés neutral ha decaído? La metodología usual para estimar esta variable radica en el uso de filtros que permitan recuperar el comportamiento *no observable* a través de la trayectoria de variables que sí pueden observarse.<sup>17</sup> En este sentido la tasa de interés neutral se estima basado en las relaciones teóricas que hay entre la inflación, el producto

y la tasa de interés (es decir entre la curva IS, la curva de Phillips y la regla de política monetaria). Por ejemplo, si en los datos históricos hay una inflación arriba de su objetivo, esto sugeriría que el producto debiese estar arriba de su potencial, y correspondientemente, que la tasa de interés debiese estar por debajo de su nivel neutral en los datos; por lo que a través de lo que sí puede observarse (inflación y producto) es factible estimar o ‘filtrar’ el valor de cosas que no pueden observarse (la tasa neutral).<sup>18</sup> En consecuencia, para responder porque ocurre el declive de la tasa de interés neutral (la cual anima a los bancos centrales a mantener tasas de interés bajas dado el régimen monetario existente), es necesario responder porque son bajas las dinámicas de las variables que sí podemos ver, es decir, la inflación y el producto.

## 2. ¿Por qué es bajo el crecimiento económico?<sup>19</sup>

La hipótesis del arrastre del ciclo financiero (*Financial Cycle Drag*, FCD), como hipótesis rival de la SSH, ha impulsado una explicación alternativa al pobre desempeño económico, argumentado que la política y régimen monetario, a través del ciclo financiero, ha tenido una profunda y persistente influencia en el crecimiento del producto. Borio *et al.* (2017) han expuesto como los cambios del régimen monetario pueden interactuar con los ciclos

16 Es un error desde la propuesta de Summers el ligar la SSH a la tasa natural de la economía, porque las autoridades monetarias no buscan en sus modelos un objetivo entre ahorro-inversión, sino que el cierre de sus modelos posee una regla monetaria (tipo Taylor u otra), que considera brechas de inflación y producto (nunca de ahorro o inversión), lo cual esta relacionado con la tasa neutral y no con la natural (este último concepto es de hecho poco útil para la política monetaria). No obstante, es factible pensar que esta es una equivocación de forma y no de fondo para las implicaciones de la SSH.

17 El filtro de Kalman suele ser la herramienta por excelencia para este proceso.

18 Nótese entonces que no es necesario recurrir a narrativas sobre el ahorro o la inversión para explicar porque la tasa neutral es baja, sino que lo que se ocupa es comprender porque la inflación y el crecimiento resultan bajos.

19 La SSH representa toda una vertiente para explicar el proceso de bajo crecimiento. Esta hipótesis ya fue desarrollada dentro de la primera sección de este artículo, por lo que en este bloque nos concentraremos en exponer el marco conceptual del ciclo financiero. No obstante, el lector debe tomar en cuenta que ambas tesis están presentes en la literatura.

financieros y a través de ello tener serías consecuencias para el producto.

Para centrarnos en la interacción entre la política monetaria y el ciclo financiero, primeramente necesitamos tener claro la distinción entre ahorro y financiamiento. Para que las empresas puedan operar requieren cubrir los costos de producción, por lo que recurren al financiamiento con la esperanza de pagar con sus futuros beneficios los préstamos adquiridos. Este financiamiento es proporcionado por la banca a costos que tienen en cuenta la tasa de referencia del mercado. Por lo que de esta forma se conecta la política monetaria con el financiamiento y el sistema bancario. El financiamiento es un concepto *cash-flow* que sólo puede generarse a través de la banca, y no es un *stock* dado por los depósitos de la gente (es decir el ahorro). Lo que las empresas usan para invertir en consecuencia es financiamiento, y no ahorro. (véase Keynes 1937.b).

El sistema bancario es inherentemente inestable, conjugando episodios de toma de altos riesgos con periodos de aversión al mismo, provocando que el mercado de crédito y la economía misma se alternen entre episodios de expansión y contracción, lo que es capaz de generar los ciclos financieros. En la fase de expansión, con el fácil acceso a crédito, con un costos relativamente bajos, el consumo y el producto suelen beneficiarse; pero simultáneamente se incentiva la adopción de niveles crecientes de riesgo y apalancamiento, provocando tarde o temprano un debilitamiento del sistema bancario. En la fase contractiva, la aversión al riesgo y el costo del crédito aumentan, y en el ajuste financiero se afecta el producto.

Por lo anterior, surge un *trade-off* entre el corto y largo plazo respecto al crecimiento (Borio *et al.*; 2019). El fácil acceso al crédito a bajo costo, permite una expansión de la economía pero establece al mismo tiempo las

condiciones de la fase contractiva del futuro, que terminará golpeando el producto a largo plazo. Por otro lado, la política monetaria sujeta al actual régimen, responde de manera asimétrica al ciclo financiero (Borio *et al.* 2019); durante la fase expansiva, mientras no existan presiones inflacionarias, la política monetaria se centra en la estabilidad macroeconómica a corto plazo, teniendo pocos incentivos a intervenir en la generación de los desbalances financieros propios de este tramo del ciclo; sin embargo, tiende a mostrarse mucho más agresiva y activa durante la fase contractiva, dada la pérdida de estabilidad y los problemas para alcanzar el objetivo de inflación. Las reacciones asimétricas de la política monetaria suele agudizar el *trade off* entre corto y largo plazo, agudizando su impacto en el producto.

Esta interacción no armónica, entre la política monetaria y el ciclo financiero, es capaz de provocar ciclos económicos muy prolongados. De hecho, Borio *et al.* (2017) estiman que mientras un ciclo real de la economía dura entre 8 y 10 años, un ciclo financiero suele durar entre 15 y 20 años.<sup>20</sup> No obstante, una de las preocupaciones centrales en el actual comportamiento económico, no es solamente que el producto efectivo crezca a tasas bajas, sino que la productividad y el producto potencial del mundo desarrollado se está achicando, ¿es posible que el ciclo financiero tenga efectos perversos sobre la productividad y el producto potencial?

Dos son las explicaciones que responden a esta pregunta, las dos pasan por una ralentización de la tasa de crecimiento de la PTF, provocada ya sea por una reestructuración de los sectores económicos o una reasignación ineficiente de los recursos.

<sup>20</sup> Esto último significaría que en la actualidad aún estamos viviendo una etapa (la fase final) del ciclo financiero generado por la crisis de 2008, y que este proceso de desapalancamiento, es en general lo que mantiene la actividad económica débil.

Sobre el proceso de reestructuración, Cecchetti y Kharroubi (2015a), en un estudio sobre los efectos de la variación del tamaño del sector financiero en el crecimiento de la PTF, encontraron una clara relación negativa entre ambas variables, es decir, entre más se expande el tamaño del sector financiero peor es el desenvolvimiento del crecimiento de la productividad, afectando con ello el crecimiento del sector real de la economía. Puesto en otras palabras, la expansión del sector financiero (que se relaciona con la fase expansiva del ciclo financiero) parece tener un efecto negativo en el producto al ralentizar el crecimiento a través de golpear el desempeño de la PTF.<sup>21</sup>

Ahora bien, ¿cuáles es el mecanismo de transmisión que corre del crecimiento del sector financiero a una baja de la PTF? La respuesta se sustenta en que el sector financiero suele favorecer de manera relativa a sectores de baja productividad, como suelen ser las industrias con activos fácilmente financierizables (activos que suelen ser fácilmente usados como colaterales) modificando la composición sectorial de la economía y con ello, afectando el crecimiento de la PTF. La intuición que trata de capturar tal respuesta es que a mayor uso de capital físico en el proceso productivo o producción de bienes tangibles, mayor facilidad para obtener financiamiento externo, como resultado de la mayor disposición de obtener préstamos dejando como garantía los activos físicos o la producción misma. Los sectores desfavorecidos suelen ser aquellos con bajos niveles de activos físicos o intensivos en investigación y

desarrollo, los cuales suelen tener un impacto positivo y alto sobre la PTF.

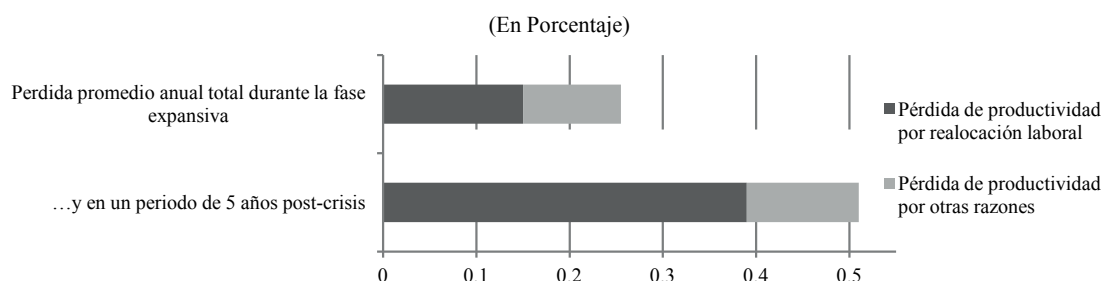
Respecto a la asignación ineficiente de recursos, Borio *et al.* (2016) encontraron que durante los booms crediticios suele presentarse una ralentización de la tasa de crecimiento de la productividad. De manera más precisa, el ratio crédito-crecimiento del PIB está negativamente correlacionada con el crecimiento de la productividad agregada. La diferencia con los trabajos de Cecchetti and Kharroubi es el mecanismo de transmisión. Para Borio *et al.* (2016) el impacto negativo en la productividad proviene de la reasignación de los recursos, especialmente el trabajo, hacia sectores con menores tasas de crecimiento de la productividad, lo cual no implica que los sectores con mayor dinamismo en la misma crezcan menos, sino que, de manera relativa atraen a menos trabajadores. Como se puede ver en la gráfica 4, prácticamente dos terceras partes de la pérdida de productividad se debe a la reasignación laboral.

Otro punto fundamental es que el impacto de la reasignación laboral durante la fase expansiva del ciclo financiero es mucho más pronunciada; si esta fase es seguida de una crisis, la pérdida promedio por año de la productividad (en los cinco años posteriores) es más del doble que durante la fase expansiva.

Así, el impacto del ciclo financiero no sólo puede explicar efectos sobre el ciclo económico, sino que también puede afectar el producto potencial de la economía a través de su impacto en la productividad, ya sea por la reasignación laboral en los sectores con menos dinamismo en productividad o favoreciendo la expansión de aquellos con baja productividad; lo cual apuntaría al pobre desempeño antes y después de la crisis de 2008. Antes, por la fase expansiva (que provoca el proceso de mala asignación), y después, por el *path dependence* que genera en el aparato económico.

21 Los autores ponen a modo de ejemplo el caso español, entre 1990 y 1995 el ratio crédito-PIB fue muy constante, alrededor de -0.22% por año, mientras que la productividad para el mismo periodo tuvo una tasa de crecimiento de 1.7%. De 2005 a 2010 el ratio creció 8.1%, mientras la productividad lo hizo a tan solo 1% al año. Si el ratio crédito-PIB hubiera permanecido estable, la productividad hubiera crecido a tasas similares a la del periodo 1990-1995 (Cecchetti and Kharroubi; 2015b).

## Gráfica 4 Ciclo financiero y pérdida de productividad



Fuente: Borio et al (2016); 2019

34

### 3. ¿Por qué hay bajas tasas de inflación?

A nuestro entender hay básicamente dos posiciones principales acerca de porque la inflación es baja en la actualidad. Por un lado, la SSH sugiere que hay un problema de demanda que es consistente con convivir con precios bajos, lo cual a su vez es congruente con tener tasas de interés bajas por parte de los bancos centrales y en consecuencia, tasas bajas en los mercados. Por otro, se encuentra la explicación del FCD, que encuentra una baja relación empírica entre la demanda y la inflación.

De acuerdo con estimaciones del BIS para el G7, la inflación parece responder cada vez menos a la brecha del mercado laboral; en otras palabras, la respuesta de la inflación a las variaciones en el mercado laboral ha decrecido e incluso ha llegado a ser estadísticamente indistinguible de cero.

La respuesta estándar a lo anterior es que las expectativas de inflación han estado mucho mejor ancladas bajo el actual régimen monetario; por lo que ahora los precios, y probablemente los salarios, responden menos a las variaciones en el mercado laboral (Bernanke; 2007a). Sin contradecir lo anterior, Borio (2017b) propone una hipótesis complementaria: una deflación

secular, provocada por factores globales y tecnológicos. La intuición que parece estar detrás es que, la inflación no ha sido inmune a la incorporación de nuevos mercados,<sup>22</sup> como tampoco al choque tecnológico de la segunda mitad del siglo pasado.<sup>23</sup>

Esto último no reniega del clásico *trade off* entre desempleo e inflación, sino que ahora, no sólo responde a condiciones nacionales sino también globales. Se arguye que, la inflación

22 La entrada de nuevos mercados a la economía global (piénsese en China, los países del extinto bloque socialista y de las diferentes economías emergentes a través de diversos procesos de apertura comercial), significó la entrada de un flujo masivo de fuerza laboral, lo que no sólo significó millones de nuevos trabajadores, sino también la capacidad de reasignar la fuerza de trabajo alrededor del mundo, lo que abarató la mano de obra y permitió el surgimiento de nuevos productores internacionales que competían basados en estrategias de precios.

23 El choque tecnológico operó de manera similar a la globalización. Redujo la capacidad de negociación del trabajo organizado piénsese en la robotización y estandarización de los procesos productivos) y el poder de mercado de las empresas incumbentes, reduciendo costos de producción (con ello ciertas barreras a la entrada) y reduciendo el ciclo de vida de algunos productos, acelerando el proceso de obsolescencia (reduciendo en una reducción de precios).



se ha sincronizado en buen grado en un amplio número de países y que esto se ha debido principalmente al aumento de los efectos globales sobre la inflación.<sup>24</sup>

### Comentarios finales.

Es innegable que la política monetaria de los bancos centrales posee efectos (determinantes) sobre el nivel de la tasa de interés. Pero los bancos centrales no toman decisiones en el vacío, y en congruencia con el régimen monetario existente, usan que emplean alguna especie de regla monetaria (simple u óptima) para conducir sus acciones.<sup>25</sup>

Dentro de estas reglas, el valor de *r*-estrella es clave. Y aunque su valor sea un reto empírico, en realidad queda definido por cuestiones que los bancos centrales sí pueden observar, como son la inflación y el producto.

¿Por qué el producto y la inflación son bajos? No es una pregunta cerrada. El largo trabajo de Borio *et al.* (2019, 2017a y 2017b) supone que hay diversos factores que han estado operando durante todos estos años. Por un lado el crecimiento económico sufre aún los estragos del FCD que se espera puedan desaparecer en cinco años. Si bien, los efectos sobre la PTF

pueden dar como resultado un equilibrio más bajo que el de hace una década.

Por otro lado, la deflación secular parece ser una cuestión que llegó para quedarse, y rompe con el mecanismo tradicional de transmisión con el que contamos los economistas.

Sin embargo, resulta interesante notar que en esta línea de argumentación se apele tanto a explicar la baja inflación de nuestros días sin emplear variables nominales, pero que justo estas variables resulten determinantes en Borio para explicar el desempeño del producto y la tasa de interés (como si su objetivo fuese el restablecer una nueva dicotomía, pero en sentido inverso a la tradicional). Más aún, la explicación general para una baja inflación (choques tecnológicos y factores globales) describen la presencia de un *shock* de oferta ¡positivo!, pero cuando se busca explicar el lento crecimiento económico y la caída de la productividad, estos autores terminan aludiendo a efectos que son compatibles con un shock de oferta ¡negativo!<sup>26</sup> ¿Cómo es esto posible?

No sólo encontramos que estas explicaciones pueden llegar a ser contraintuitivos e incongruentes entre sí (dado que parecen ser hipótesis parciales, o aisladas unas de las otras), sino que la hipótesis del régimen monetario y el ciclo financiero deja en el vacío cuestiones tales como: ¿qué causa el FCD?, o ¿es factible pensar que son los bancos centrales los causantes en última instancia de la baja inflación y el bajo crecimiento económico (aún cuando poseen tasas de interés en ¡cero!)?, y de manera más especial, ¿qué pueden explicar mejor la baja inflación, el bajo crecimiento, y las bajas tasas de interés sino es una demanda débil?

24 Tomando a las Cadenas Globales de Valor (CGV) como unos de los principales mecanismos de transmisión de los determinantes globales en la inflación de los países, Auer *et al* (2017) encuentran evidencia para sostener que una mayor participación en las CGV, se traduce en una inflación menos sensible a la brecha del producto doméstica y más a la de su contraparte global. Estos factores parecen haber ayudado a los bancos centrales en la pre-crisis para que las inflaciones fuesen bajas, pero en el mundo post-crisis han complicado sus tareas. Vientos a favor se han tornado en vientos en contra.

25 Lo cual no implica decir que los bancos centrales hagan lo que dicten las reglas (o sus modelos), sino que el ‘juicio’ que incluyen lo hacen a partir de estos puntos de referencia (lo que es parte de la llamada discrecionalidad acotada).

26 Se puede argumentar, bajo cierta lógica, que los efectos negativos del ciclo financiero pueden contrarrestar en el producto los efectos positivos de la deflación secular, pero no es evidente que sea sí, porque el primer efecto opera en todo el ciclo, mientras que el segundo es un asunto de ‘lustrós’.

A nuestro entender, esta última cuestión es la fuerza central de SSH y que puede dar cuenta explicativa de la trinidad: inflación-producto-tasa de interés en una sola reflexión.

Las preguntas relevantes a contestar muchas veces son las más simples, por ejemplo ¿Por qué caen las manzanas hacia abajo y no hacia arriba?, hoy en día parece confundirnos muchas cuestiones sobre como funciona la inflación, el producto y las tasas de interés, así que tal vez la pregunta más obvia para nuestro gremio sea: ¿sabemos como funciona la economía? 🤖

## Bibliografía

- Auer, R. Borio, C. & Filardo, A. (2017), "The globalisation of inflation: the growing importance of global value chains", BIS Working Papers, no 602, enero.
- Bank for International Settlements (2017), 87th Annual Report, junio.
- Bernanke, B. (2015), "Why are interest rates so low?", Brookings, 30 de marzo, 2015.
- \_\_\_\_\_ (2007a): "Inflation expectations and inflation forecasting", discurso en el Monetary Economics Workshop del National Bureau of Economic Research Summer Institute, 10 de junio, 2007.
- \_\_\_\_\_ (2007b), "Global Imbalances: Recent Development and Prospects", Federal Reserve Board, At the Bundesbank Lecture, Berlín, 11 de septiembre, 2007.
- \_\_\_\_\_ (2005), "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit", Federal Reserve Board, At the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists. Richmond, 10 de marzo, 2005.
- Caballero, R. Farhi E., & Gourinchas, P. (2017), "The safe asset shortage conundrum", *Journal of Economic Perspective*, Vol. 31, No. 3, pp. 29-46.
- \_\_\_\_\_ (2016), "Safe asset scarcity and aggregate demand", *American Economic Review Papers & Proceedings*, Vol. 106, No. 5, pp. 513-8.
- Cecchetti, S., & Kharroubi, E. (2015a), "Why does financial sector growth crowd out real economic growth?", CEPR Discussion Paper 10642.
- \_\_\_\_\_ (2015b), "Why growth in finance is a drag on the real economy", Vox CEPR, Policy Portal, 7 de julio, 2015.
- Bofinger, P. & Ries, M. (2017), "Excess saving and low interest rates: Assessing theory and evidence from the Global Crisis", Vox CEPR, Policy Portal, 29 de julio, 2017.
- Borio, C. (2017a), "Secular stagnation or financial cycle drag?", BIS, National Association for Business Economics, 33rd Economic Policy Conference, 5-7 Marzo, Washington DC, 2017.
- \_\_\_\_\_ (2017b): "Through the looking glass", OMFIF City Lecture, Londres, 22 de Septiembre.
- Borio, C. Disyatat P, Juselius, M. & Rungcharoenkitkul, P. (2017), "Why so low for so long? A long term view of real interest rates", BIS, Working Paper, No. 685, Diciembre, 2017.
- Borio, C., Disyatat P, & Rungcharoenkitkul, P. (2019), "What anchors for the natural rate of interest?", BIS, Working Paper, No. 77, Marzo, 2019.
- Borio, C. Kharroubi, E. Upper, C. & Zampolli, F. (2016): "Labour reallocation and productivity dynamics: financial causes, real consequences", BIS Working Papers, no 534, enero 2016.
- Eggersston, G. & Woodford, M. (2003), "The Zero Bound on interest rates and optimal monetary policy", *The Brooking Institution*, Vol. 34, Núm. 1, Papers on Economic Activity, Economic Studies Program, pp. 139-235.
- Fisher, S. (2016), "Low Interest Rates", Federal Reserve, at the 40th annual central banking seminar, sponsored by the Federal Reserve Bank of New York, 5 de octubre, 2016.
- Gordon, R. J. (2016), "Estancamiento secular: una visión desde la perspectiva de la oferta", *CEMLA, Boletín* enero-marzo, 2016, pp. 58-67.
- \_\_\_\_\_ (2014), "The turtle's progress: Secular stagnation meets the headwinds", Vox CEPR, Policy Portal, 15 de Agosto, 2014.

- Keynes, J. M. (1934.a), “Teorías alternativas de la tasa de interés”, *Revista de Economía Institucional*, 19, 36, 2017, p.p. 335-346. Tomado de *The Economic Journal*, 47, 186, 1937, pp. 241-252.
- \_\_\_\_\_ (1937.b), “La teoría ‘ex-ante’ de la tasa de interés”, *Revista de Economía Institucional*, 19, 36, 2017, pp. 347-353. Tomado de *The Economic Journal*, 47, 188, 1937, pp. 663-669.
- Morales, S. & Sandoval, K. (2017), “¿Por qué las tasas de interés son tan bajas?”, *Economía Informa*, Vol. 405. No. C, pp. 46-63.
- Palley, T. (2019), “The fallacy of the natural rate of interest and zero lower bound economics: why negative interest rates may not remedy Keynesian unemployment”, *Review of Keynesian Economics*, Vol. 7, No. 2, pp. 151-170.
- Rachel, L. Summers, L. H. (2019), “On Falling Neutral Real Rates, Fiscal Policy, and the Risk of Secular Stagnation”, BPEA Conference Drafts, 7-8 marzo.
- Summers, L. H. (2016a), “Secular Stagnation and Monetary Policy”, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review, Second Quarter*, Vol. 98, No. 2, pp. 93-110.
- \_\_\_\_\_ (2016b), “The Age of Secular Stagnation. What It Is and What to Do About It”, *Foreign Affairs*, marzo/abril, pp. 2-9.
- \_\_\_\_\_ (2014), “U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and Zero Lower Bound”, *Business Economics*, Vol. 49, No. 2, pp. 65-73.
- Williams, J. (2017), “Three questions on R-star”, Federal Reserve, Bank of San Francisco, *Economic Research*, 21 de febrero, 2017.
- Williamson, S. (29 de marzo del 2017), “Low Real Interest Rates and Monetary Policy”. [mensaje en un blog]. Recuperado de <http://newmonetarism.blogspot.com>
- Werning, I. (2011), “Managing Liquidity Trap: Monetary and Fiscal Policy”, NBER, Working paper 17344, 2011.