ASOCIACION ARGENTINA
DE ECONOMIA POLITICA

ANALES | ASOCIACION ARGENTINA DE ECONOMIA POLITICA

# XLVI Reunión Anual

Noviembre de 2011

ISSN 1852-0022
ISBN 978-987-99570-9-7

## INFLACIONAR LAS METAS DE INFLACIÓN

**Sturzenegger, Adolfo**

XLVI Reunión Anual de la AAEP

Universidad Nacional de Mar del Plata

16/11/2011

# *Inflacionar* las Metas de Inflación

Adolfo C. Sturzenegger[1][2]

Desde la caída de Lehman Brothers hasta hoy la economía mundial ha seguido senderos de equilibrios múltiples, caracterizando el trabajo tres etapas: equilibrio malo, equilibrio bueno, y equilibrio *difuso*. El trabajo busca razones de la existencia hoy de los débiles niveles de demanda agregada mundial, encontrando que las decisiones privadas de consumir y de invertir enfrentan un *costo real* inconvenientemente alto. Es así principalmente porque, dada la existencia de metas de inflación bajas, la inflación esperada es baja. Como solución el trabajo propone subir la inflación esperada a través de que los bancos centrales del desarrollo coordinadamente *aumenten en forma transitoria y moderada sus metas de inflación.*

**Palabras claves:** Equilibrios múltiples, inflación esperada, tasa real de interés, política fiscal, política monetaria, regla de Taylor, metas de inflación.

**Clasificación JEL:** E 52

Since the fall of Lehman Brothers until today the world has followed a multiple equilibria path, characterizing the paper three stages: bad equilibria, good equilibria, and diffuse equilibria. The paper search for reasons for the existence of weak levels of aggregate world demand today, finding that prívate consuming and investing decisions face a *real cost* inconveniently high. This is mainly because, given the existence of low *inflation targets*, expected inflation is low. As solution the paper proposes to raise *expected inflation* through a coordinated decision of central banks to increase *inflation targets*. This increase should be temporary and moderate.

**Key words:** Multiple equilibria, expected inflation, real rate of interest, fiscal policy, monetary policy, Taylor rule, inflation targets.

## Discontinuidad y alcance global

[1] Universidad Nacional de La Plata. Academia Nacional de Ciencias Económicas

[2] Deseo agradecer a Fernando Marull los importantes aportes conceptuales que le hizo a este trabajo, y a Noelia Alonso por el aporte de datos estadísticos.

Hasta el último cuarto de 1968, cuando los economistas elaborábamos pronósticos acerca del nivel de la actividad económica internacional, éramos *gradualistas* y *no sistémicos*. Desde entonces fuimos dejando atrás esta situación, y paulatinamente nos fuimos convirtiendo en *discontinuistas* y *globalizadores.*

*¿Por qué discontinuistas?* Porque hoy preferimos pronosticar más de un escenario posible, generalmente dos, donde cada uno de ellos resulta *muy distinto* del otro. Las diferencias sólo de grado entre los pronósticos han quedado en el camino. Nos hemos acostumbrado a pensar en la existencia de equilibrios *múltiples*, como decíamos, usualmente *dobles.* A pensar en la existencia de grandes cuestiones de *coordinación*, donde cada agente económico al mismo tiempo que identifica una cierta decisión económica como preferente para él, está convencido que es altamente probable que el resto de los agentes tenga la misma preferencia, lo cual lo lleva a confirmar que la suya es la correcta, y a reafirmar la adopción de su decisión. A su vez, como esta situación la experimentan todos los agentes, la economía se introduce masivamente en una u otra trayectoria de "equilibrio".

A veces la cuestión de coordinación de expectativas se presenta como una "falla" de los mercados. En realidad las fallas no están en la coordinación la cual ante ciertas circunstancias, por ejemplo de alta incertidumbre, es un hecho inevitable en el funcionamiento de los mercados porque en tales casos es natural que cada agente, para intentar reducir esa incertidumbre, se pregunte y se conteste sobre qué harán los otros. La coordinación puede ser una *falla*, llevando a la economía hacia un "equilibrio" malo o no deseable, o puede ser un *acierto* llevándola hacia un "equilibrio" bueno o deseable. Todo parecido a los "animal spirits" evolucionando alternativamente hacia el optimismo o hacia el pesimismo.

Es importante reconocer que las dos posibilidades existen, y es por ello que en los pronósticos que elaboramos desde 2008 terminamos dando probabilidad a cada una de ellas. Pero lo *más importante* de la existencia de los dos equilibrios, uno muy distinto del otro, es que una *buena* coordinación de expectativas es hoy el *bien público* por excelencia. ¿Podrá la economía internacional, en particular los gobiernos, lograr generar tal bien público? Hasta ahora está resultando bastante difícil y esta nota intenta participar en el debate sobre alguna forma de hacerlo.

*¿Por qué globalizadores?* Antes del 2008, se elaboraban pronósticos y escenarios diferentes según las regiones y/o países. Hoy, es una tarea previa ineludible, un pronóstico sobre los dos (excepcionalmente más) escenarios posibles para la economía global. Las diferencias regionales han pasado a un segundo plano.

Es indudable que hace ya varias décadas que sabemos que funcionamos en una economía altamente globalizada, con fuertes interdependencias comerciales y financieras entre las economías de cada país o región. Sin embargo importantes shocks o crisis que se iban

originando nunca terminaban generando un problema global. Así cuando en los 70s la economía mundial experimenta el shock de oferta negativo más importante de toda la posguerra al aumentar el precio en dólares del petróleo en una década (1972-1981) más de seis veces, si bien gran parte del mundo desarrollado experimentó dificultades de stagflation, el problema no fue realmente global. La mayor repercusión se experimentó en las tasas de inflación, y una bastante menor en las tasas de desempleo, y con regiones importantes sin dificultades de empleo. Menos alcance global tuvieron a su vez las crisis financieras internacionales de México 1994-95 y de Asia 1997-98. Tampoco tuvo tal alcance el derrumbe en el valor de las acciones tecnológicas en los EEUU en 2000-2001.

Sin embargo desde el 2008, las crisis y sus soluciones empiezan a tener alcance global. Claramente tuvo este alcance la caída que siguió el episodio de Lehman Brothers. Puede verse en el cuadro 1 la comparación entre el valor de las exportaciones en el primer semestre de 2009 con relación al primero del año anterior para países o regiones seleccionadas. En *todos* los casos hay caídas importantes y parecidas. Fue claramente un impacto global.

**Cuadro 1**

Variación Interanual de las Exportaciones en Dólares
1° Sem. 09 vs. 1° Sem. 08

| | |
|---|---|
| China | -22% |
| India | -24% |
| Brasil | -23% |
| Estados Unidos | -18% |
| Europa | -32% |
| Japón | -37% |

Y también lo fue la recuperación posterior. En el cuadro 2 puede verse ahora la comparación entre el primer semestre 2010 y el mismo semestre del año anterior. En todos los casos una fuerte y rápida recuperación.

**Cuadro 2**

Variación Interanual de las Exportaciones en Dólares
1° Sem. 10 vs. 1° Sem. 09

| | |
|---|---|
| China | 35% |
| India | 34% |
| Brasil | 28% |
| Estados Unidos | 17% |
| Europa | 16% |
| Japón | 44% |

Claramente, después de 2008 la economía mundial se mueve a través de un proceso de *coordinación global* de expectativas. El mismo parece en estos tiempos deslizarse a lo largo

de una riesgosa cornisa donde alternativamente puede tanto alejarse de la misma en una senda de equilibrio *bueno,* como caer decididamente en la situación de un equilibrio *malo.*

## Un relato del porqué de lo sucedido

### El equilibrio malo (iv 2008-ii 2009)

Como es conocido la historia comienza en la segunda mitad de 2007 con la llamada crisis financiera en el mundo desarrollado, esencialmente bancaria privada, de las hipotecas subprimes.

Aun cuando no parecían probables alcances globales de gran impacto, se pusieron en marcha factores que debilitaron las perspectivas financieras y económicas del escenario internacional. Entre otros, mayor opacidad y desconfianza sobre la situación de entidades bancarias, un credit crunch significativo originado, entre otras razones, para reducir el alto grado de apalancamiento existente, un mayor flight to quality y aumentos en las tasas de riesgo soberano y privado.

En tal situación de mayor volatilidad e incertidumbre financiera y económica, se produce el hecho que pone en marcha el proceso de coordinación global de expectativas hacia el "equilibrio" malo, la caída de Lehman Brothers. La caída de una institución financiera con la historia, reputación y dimensión del caso, que a su vez pertenecía al corazón del principal centro financiero internacional, se constituyó en una señalización muy fuerte y de naturaleza global. El comercio internacional, la actividad económica mundial, el precio de activos reales y financieros, el precio de todo tipo de commodities internacionales, todo comenzó a caer a tasas elevadas y a ritmos rápidos. En realidad, era fácil comprobar que la depresión de la economía mundial se estaba desarrollando a velocidades muy superiores a las que se experimentaron en ocasión de la Gran Depresión.

¿Qué es lo que estuvo detrás de la coordinación global de expectativas tan depresivas? Lo primero que hay que tener en cuenta es que se trataba de un proceso global de naturaleza más *económica que financiera.* Si bien existían dudas sobre la situación de entidades financieras, de hecho no hubo caídas importantes después de Lehman. En segundo lugar, debe aceptarse que el fenómeno de coordinación global se radicaba casi exclusivamente en el *sector privado* de la economía. Finalmente, que dada la rapidez y profundidad del desenvolvimiento de las tendencias depresivas, resultaba necesario involucrar *tanto* las expectativas de los *inversores* como la de los *consumidores.*

Teniendo en cuenta esos tres elementos que encuadran la cuestión, cabe preguntarse ¿Cuáles fueron las razones económicas que hicieron que tanto consumidores como inversores privados, después de lo de Lehman Brothers, decidieran postergar porciones

importantes de sus nuevos consumos e inversiones, generando tendencias recesivas mundiales?

Dado que nuestro encuadre es básicamente económico, es natural un análisis en términos de costos-beneficios involucrados en las decisiones de consumidores e inversores.

Comenzado por los consumidores, estos al tomar la decisión de consumir[3] obtienen un *beneficio real* que representa la *preferencia temporal* de su consumo presente con relación a su consumo futuro, el cual expresado como tasa porcentual anual lo denominamos como **$B^c$.** Consideramos esta variable constante a lo largo de la crisis.

A su vez, incurren en un *costo real* por consumir, el cual lo definimos con la igualdad que sigue, y donde todas las variables están definidas como tasas porcentuales anuales,

$$C^c = i - \pi^e + \varepsilon + \eta \qquad (1)$$

donde,

$C^c$ = costo real ex ante de consumir,

i = tasa nominal de interés,

$\pi^e$ = inflación esperada,

ε = prima de riesgo, o costo de la incertidumbre, por la posibilidad de pérdida del empleo o de reducción del ingreso real,

η = tasa de preferencia por un nivel de apalancamiento de equilibrio.

El costo real de consumir **($C^c$)** está expresado como una variable *ex ante* prevaleciente al momento de tomar la decisión de consumir o no consumir. Si bien las variables i y η son valores conocidos a ese momento, tanto la inflación esperada como la prima de riesgo detrás de ε, son valores medios o esperados.

Los dos primeros miembros del lado derecho de la ecuación definan el nivel de la tasa real de interés, o sea

$$r = i - \pi^e$$

mientras que los dos segundos, **ε** y **η,** definen un costo real adicional de consumir *asociado* a la situación de crisis. En condiciones económicas normales estos dos segundos valores sería nulos.

En esencia, la ecuación anterior se aplica *similarmente* a las decisiones de los inversores. Estos al tomar la decisión de invertir obtienen un *beneficio real* que es la TIR real de los

[3] Nos estamos refiriendo a las decisiones asociadas a consumos no necesarios.

proyectos de inversión, la cual expresada como tasa porcentual anual la denominamos $\mathbf{B^i}$**.** Esta variable también la consideramos constante a lo largo de la crisis[4].

A su vez, incurren en un *costo real* por invertir, $\mathbf{C^i}$**.** Por razones de simplicidad en el relato de la evolución de la crisis, se supondrá que tanto inversores como consumidores experimentan los mismos valores para cada una de las cuatro variables del lado derecho de la ecuación 1, o sea experimentan el mismo *costo real* de invertir o consumir[5].

Naturalmente, cuando $\mathbf{B^c > C^c}$**,** los consumidores harán nuevos consumos, y no lo harán cuando $\mathbf{B^c < C^c}$**.** Similarmente los inversores llevarán adelante nuevos proyectos cuando $\mathbf{B^i > C^i}$ y no lo harán cuando $\mathbf{B^i < C^i}$**.**

Establecido este breve encuadre general, nuestros relatos de la evolución de la crisis consisten en contar cómo evoluciona el costo real de consumir y de invertir, a lo largo de tres equilibrios: el malo, el bueno, y el difuso. La evolución de este costo determina los cambios en nivel de la demanda agregada del sector privado, y estos cambios determinan a su vez los vaivenes de caída y recuperación de la actividad económica a lo largo de la crisis.

Intentemos entonces seguir los valores que asumieron las cuatro variables del lado derecho de la ecuación 1 a lo largo del equilibrio malo, período básicamente reflejado por el Cuadro 1.

En cuanto a la *tasa de interés nominal* **(i)** la misma se ubicó en valores bien bajos y en descenso a lo largo de ese período. Así en los EEUU la tasa de papeles comerciales a 90 días pasó de 2,13% al momento del episodio Lehman, a 0,26% a junio 2009. En el caso de la FFR la tasa, para las mismas fechas, pasó de 2,0% a 0,25%. La tasa de interés de referencia para el BCE, pasó del 4,25% al 1,0%.

De hecho, en los procesos depresivos sistémicos de equilibrio malo, la tasa de interés nominal fue siempre muy baja y fuertemente estable. Así en el equilibrio depresivo global de la Gran Depresión la tasa nominal de interés medida por el descuento de papeles comerciales a 6 meses bajó de 3.6% en 1930 a 1,0% en 1934 y se mantuvo por debajo del 1,0 hasta 1940. A su vez en el equilibrio depresivo nacional de Japón la tasa de referencia de su banco central es desde 1995 menor al 1,0%. Tales tasas fueron bajas y prácticamente constantes aún ante variaciones en la tasa de inflación o en la severidad de la depresión. Así por ejemplo, en la Gran Depresión mientras entre 1934 y 1940 el producto nacional creció

[4] Este supuesto no es tan fuerte porque los impactos cíclicos sobre las TIR de los proyectos está medida en el lado derecho de la ecuación por la variable **ε.**

[5] Aunque iguales en valores, específicamente cada una de las 4 variables es distinta para consumidores o inversores. **ε** por ejemplo, para consumidores es la tasa de riesgo por la posibilidad de disminución del ingreso real mientras que para inversores es la tasa de riesgo por la posibilidad de menores ventas en unidades físicas.

un 47% y la tasa de inflación *efectiva* se movió entre subir un 7,4% y bajar un 1,6%, la tasa nominal de interés estuvo siempre por debajo del 1,0%, Parece ser propio de los procesos depresivos fuertes una falta de correlación entre la tasa de interés nominal y la tasa de inflación, contradiciendo el conocido efecto Fisher[6]. Si bien una de las explicaciones más comunes de las situaciones donde el efecto Fisher no se manifiesta es porque la inflación esperada pronostica mal la inflación efectiva, en el caso de las depresiones sistémicas parece estar sucediendo otra cosa. Una de las formas de darle consistencia al efecto Fisher es que en condiciones económicas normales la tasa de interés *real t*iende a equilibrar la oferta y la demanda de fondos prestables y por lo tanto, por ejemplo, si la inflación esperada sube[7] la tasa de interés nominal también sube para mantener sin mayor variación a la tasa de interés real. En condiciones económicas depresivas es previsible que la oferta de fondos prestables exceda largamente a la demanda y que la tasa de interés real para equilibrar oferta y demanda debiera ser muy baja o negativa. Dado esto, junto a la circunstancia de que también la tasa de inflación esperada sea probablemente baja o negativa, exigiría una tasa de interés nominal negativa para lograr ese equilibrio. Como esto es financieramente imposible, se sostiene una situación de desequilibrio en el mercado de fondos prestables. En estas condiciones, es previsible pensar que la tasa de interés nominal no se correlacione con movimientos en la tasa de inflación, tanto esperada como efectiva, o con cambios en la intensidad de la depresión. Volveremos a esta importante cuestión al final.

Concluyendo con esta variable nominal, la misma ha sido claramente baja a lo largo del equilibrio malo. Sin embargo, tal valor resultó insuficiente para sacar a la economía de sus condiciones depresivas. Es que el problema estuvo en las otras tres variables.

Vayamos a la segunda variable del lado derecho, la inflación esperada **($\pi^e$)**, en el período de equilibrio malo. Es indudable que en el valor de esta variable está una parte muy importante de la explicación de la evolución de este sendero malo. Por un lado, las metas de inflación, explícitas o implícitas, del mundo desarrollado se ubicaban en valores bajos, en el entorno del 2,0%. Por otro lado, se producían descensos importantes en precios de insumos agrícolas, energéticos y metalíferos claves. Además, el comercio internacional se desplomaba, el desempleo subía y el crecimiento se debilitaba. En este contexto, es previsible pensar que el valor medio esperado de $\pi^e$ tuviera valores negativos. Debe recordarse que en los primeros cuatro años de la gran depresión (1930-1933) la inflación efectiva fue negativa, y en dos de ellos en el entorno del 10,0%.

La tercera variable **($\varepsilon$)**, la prima de riesgo, o costo de la incertidumbre, por la posibilidad de reducción del ingreso real futuro para consumidores o de caída en las unidades físicas vendidas para inversores, ante la situación y perspectivas depresivas, claramente asumía

[6] De la relación uno a uno entre la tasa de inflación *efectiva* y la tasa nominal de interés.
[7] Y está pronosticando correctamente la posterior inflación efectiva.

valores positivos y altos. La aversión al riesgo y la optimalidad de una trayectoria intertemporal de suavización del consumo, llevaban a tales valores positivos para el consumidor, y la posibilidad de caída en la rentabilidad real de los proyectos llevaba a valores positivos para el inversor.

Finalmente, la cuarta variable del lado derecho **(η),** la preferencia por un nivel de apalancamiento de equilibrio, se considera que también tomó valores positivos ya que se asume que los agentes económicos privados estaban sobreapalancados con relación a tal equilibrio. A su vez, el sobreapalancamiento se acentuaba a medida que la actividad económica se reducía.

K. Rogoff en un reciente artículo[8] parece darle importancia decisiva a esta variable. Así dice, "*El verdadero problema es que la economía mundial está gravemente sobreapalancada y no existe ninguna salida rápida sin un esquema para transferir riqueza de los acreedores a los deudores, ya sea a través de cesaciones de pagos, represión financiera o inflación".*

El relato anterior indica entonces que en el sendero del equilibrio malo, a salvo el nivel de la tasa nominal de interés, los otros componentes del costo real para consumir o invertir se ubicaron muy altos, lo que llevó, en un proceso de coordinación global, a deprimir los niveles de la demanda agregada del sector privado de la economía mundial[9]. Cada agente mientras decidía postergar importantes porciones de sus gastos, ya sea de consumo o de inversión, pensaba que el resto de los agentes tenía la misma información y las mismas razones para tomar decisiones similares, ratificaba entonces su propia decisión, y se ponía en marcha el proceso de coordinación de expectativas que llevaba a la economía a la senda del equilibrio depresivo.

**El equilibrio bueno (2010)**

Como se observó, el equilibrio malo seguía una trayectoria depresiva a ritmo vertiginoso, mucho más rápido que en la Gran Depresión. Tengamos en cuenta que en este episodio, mientras el proceso se inicia en la segunda mitad de 1929, el descenso se extiende por 4 años, hasta su punto culminante en 1933 donde la tasa de desempleo en los EEUU alcanzó un nivel del 25,2%.

Una trayectoria depresiva tan larga debe estar principalmente explicada por un comportamiento definidamente *pasivo* de la política económica. Observando el caso

[8] Kenneth Rogoff, "El mundo vive la segunda Gran Contracción", La Nación, 07/08/11, Buenos Aires, Economía y Negocios, pag.6.

[9] Tengamos en cuenta que como el análisis se realiza a escala mundial, la economía es cerrada y los únicos dos componentes de la demanda privada son el consumo y la inversión.

prototípico de los EEUU entre 1929 y 1933, el nivel del gasto público se mantuvo prácticamente constante en valores absolutos, subiendo algo en términos del PBI dada las persistentes caídas de este. Sin dudas un activismo fiscal muy modesto, y de hecho, no dirigido ex-ante sino sólo inducido ex-post por esas caídas.

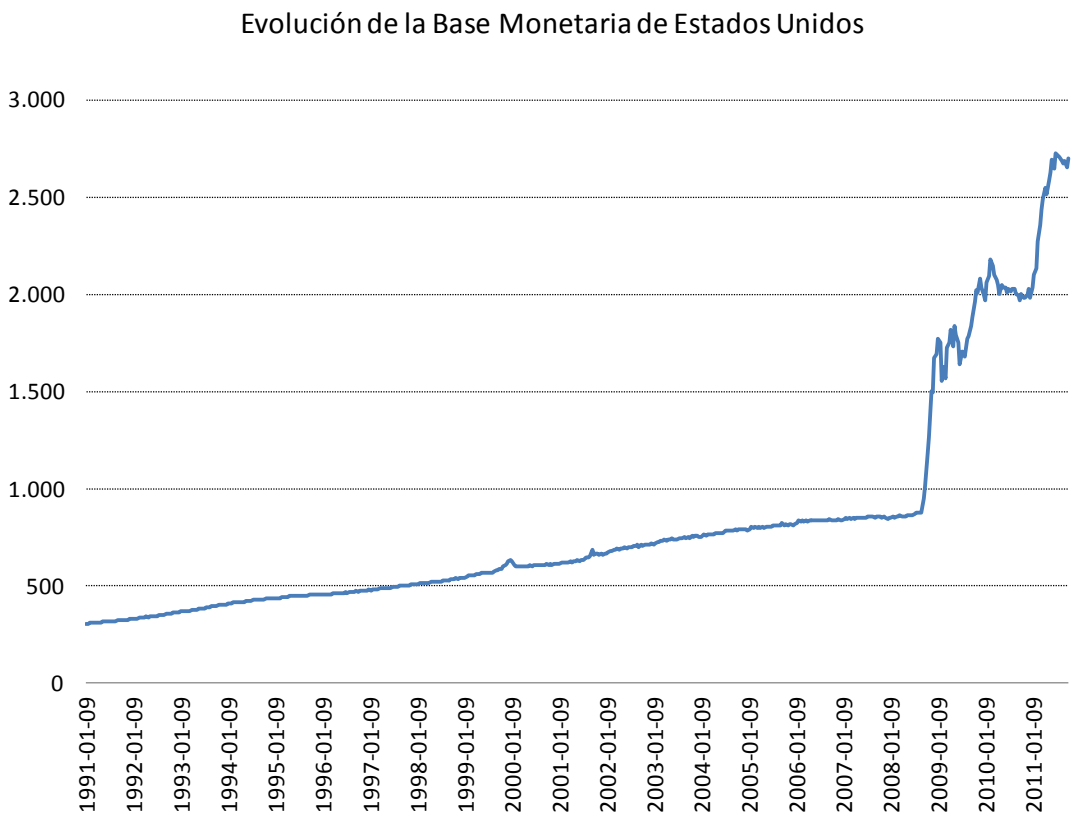
En cuanto a la política monetaria, la Reserva Federal aumentó la base monetaria en un 18,0% en los cuatro años. Sin embargo la oferta monetaria medida por M1 descendió un 28,0%, principalmente por la caída del multiplicador monetario, aunque los saldos monetarios reales se mantuvieron prácticamente constantes por la deflación de precios. El multiplicador cayó principalmente por el fuerte aumento en la relación entre circulante y depósitos que decidieron los agentes económicos ante las quiebras bancarias .

Resulta sorprendente tal pasividad de las políticas fiscales, monetarias y financieras, en una economía como la de EEUU que en los cuatro años pasó de una tasa de desempleo del 3,2% a una del 25,2. Es difícil de explicar ¿porqué ante la gran caída de la demanda agregada privada el gasto público casi no aumentó, en un momento, a su vez, en que los estabilizadores automáticos eran todavía muy débiles?; ¿porqué ante la significativa baja de la oferta de dinero la base monetaria haya aumentado sólo 18,0% en cuatro años?; y ¿porqué más de 9.000 bancos debieron suspender sus operaciones sin recibir auxilio monetario o financiero?.

Todo fue *muy distinto* en esta oportunidad, donde afortunadamente hubo un activismo intenso en la política macroeconómica, en especial en los EUU. En cuanto a la política fiscal basta citar datos como los siguientes. El gasto público del gobierno general en los EEUU, mientras fue el 36,7% del PBI en el 2007 alcanzó al 44,1% en el 2009. A su vez, los ingresos públicos de ese gobierno general mientras fueron el 33,9% del PBI en el 2007 fueron el 31,2% en el 2009. Un *aumento del déficit público* entre esos dos años de 10 puntos con relación al PBI.

En política monetaria el activismo fue aun más contundente. A través de los dos grandes programas de expansión monetaria de la Reserva Federal, el QE1 con fecha noviembre 2008, y el QE2 con fecha noviembre 2010, la base monetaria entre noviembre 2008 y octubre 2011 creció un 184% (Ver gráfico).

En Europa el activismo existió, pero fue menor. Por ejemplo, en Alemania el gasto público con relación al PBI subió entre 2007 y 2009 desde el 43,6% al 48,0%, y los ingresos públicos desde el 43,9% al 44,9%. En Francia, a su vez, los gastos aumentaron del 52,6% al 56,7%, y los recursos del 49,8% al 49,2%. En lo monetario la expansión de base monetaria fue mucho menor, en gran medida explicable porque el aumento de la demanda de saldos reales en dólares fue decididamente mayor que esa misma demanda en euros.




Una parte importante de la expansión fiscal y monetaria fue en auxilio de bancos y otras entidades financieras, siendo el caso paradigmático el rescate de AIG. Apoyos para liquidez, adquisición de activos tóxicos (en especial hipotecarios) de las entidades, apoyo a la capitalización de las mismas, fueron las principales formas que asumió el salvataje de bancos y otras entidades. Es que era necesario quebrar el credit crunch posterior a Lehman, y evitar otra experiencia de reducción del multiplicador monetario.

Claramente este activismo fiscal, monetario y financiero, logró cambiar decididamente el curso de la crisis. Paulatinamente la coordinación global de expectativas se orientó hacia un equilibrio bastante bueno. ¿Cómo se manifestó este cambio en términos de nuestra ecuación básica?

Con relación a la tasa de interés nominal **(i)** los cambios fueron prácticamente nulos, a sea tasas bajas y sin mayores variaciones. Como se observó, en las situaciones depresivas esta tasa se ubica a niveles muy bajos, cerca de su piso financiero, así que el posible recorrido hacia abajo era muy corto. A su vez, en el otro sentido, las grandes expansiones de la base monetaria y de la oferta de dinero, al ser acompañadas de inflaciones efectivas que continuaron siendo bajas, significaron fuertes aumentos en saldos monetarios reales que impedían cualquier suba de **i.** Parece claro que esta variable no ejerció ningún rol importante en el pasaje de un equilibrio a otro.

Todo lo contrario parece haber sucedido con la variable siguiente en nuestra ecuación, $\boldsymbol{\pi^e}$. En la gran depresión se pudo experimentar con crudeza las fuertes relaciones entre deflación efectiva y caída de la actividad económica: 1931 y 1932 son los dos años de mayor deflación y de mayor caída de esa actividad. Por un lado, es altamente probable que la deflación esperada se haya movido alrededor de la deflación efectiva, y por otro lado la causalidad básica que adopta este trabajo según está implícita en nuestra ecuación, es que cambios en la inflación esperada causan cambios en la misma dirección en el nivel de actividad económica[10].

Sin duda que Ben Bernanke, entre otros, conocía muy bien los costos en términos de actividad económica que puede tener una deflación de precios, y es por ello que si bien los QEs tuvieron varios objetivos, como mejorar la liquidez y solvencia de entidades financieras, prestarles a los tesoros nacionales, y otros, *un objetivo principal* fue eliminar las expectativas de deflación en los agentes económicos. Es así como los QEs se anunciaron con bombos y platillos. Es que no se trataba de sorprender a los agentes económicos con niveles de inflación no esperados, sino todo lo contrario. Se trataba de convencerlos que sería un grave error de predicción pensar que la inflación esperada pudiera llegar a ser negativa.

Tal política monetaria debe haber cumplido su objetivo de erradicar expectativas deflacionarias. Los crecimientos que experimentaron la base monetaria y la oferta de dinero fueron absolutamente inéditos para una situación de inflaciones muy bajas como la prevaleciente. Además esa política se aplicó dando la sensación de que existía fuerte convicción por hacerlo y de que si no resultara suficiente habría disposición para acentuarla. En muy difícil pensar que en tales circunstancias consumidores o inversores tuvieran temores deflacionarios fuertes.

Existe otra razón que tiende a confirmar lo anterior. Si bien en nuestra ecuación aparecen del lado derecho cuatro variables separadas, en cuanto creemos que tal separación favorece el análisis, las mismas están de hecho ligadas entre sí. Como las cuatro inciden sobre el valor de la demanda agregada de consumo e inversión, valores mejores para cualquiera de ellas en términos de alentar esa demanda, muy probablemente mejoren el valor de las otras. Por ejemplo, si un mayor activismo fiscal dirigido a ampliar los niveles de esa demanda agregada, mejora el valor de $\boldsymbol{\varepsilon}$ al reducir los costos reales (de riesgo o incertidumbre) de consumir o invertir, estas mejores perspectivas sobre esos niveles lleva a subir el valor de $\boldsymbol{\pi^e}$**.** De hecho también mejoraría el valor de $\boldsymbol{\eta}$ ya que al crecer la actividad el nivel de sobreapalancamiento fuera de equilibrio de hecho se reduciría. O sea, que dejando de lado la variable **i,** con variaciones y roles poco significativos en la evolución de esta crisis, tal

[10] Esta causalidad, en nuestra opinión, según sean las circunstancias económicas prevalecientes, no descarta la causalidad inversa. O sea, que en condiciones depresivas, cambios positivos en la actividad económica originen cambios en lal misma dirección en la inflación efectiva y consecuentemente en la inflación esperada.

cual está planteada la ecuación, cualquier "mejora" en el valor de cada una de las otras tres variables al alentar el crecimiento de la demanda agregada, pone en marcha un proceso acumulativo virtuoso de mejora en el valor de las dos restantes, amplificando los impactos iniciales sobre el nivel de actividad económica. Por supuesto, que el proceso amplificador también puede ponerse en marcha de forma similar en un sentido negativo o vicioso.

Tal cual ya se comentó, junto al activismo monetario, hubo activismo fiscal. Además parte de la expansión monetaria y fiscal fue a favorecer algún desapalancamiento en el sector privado. Como todo esto debe haber mejorado los valores de $\boldsymbol{\varepsilon}$ y $\boldsymbol{\eta}$, a través del descrito proceso amplificatorio, debe también haber mejorado los valores de $\boldsymbol{\pi^e}$.

La erradicación de los temores deflacionarios debe haber cumplido un rol de gran importancia en el pasaje hacia el equilibrio bueno. Es interesante observar que mientras le estamos asignando a la política monetaria un rol importante en ese pasaje, la impresionante emisión de base monetaria prácticamente no cambió la tasa efectiva de inflación mundial. El aumento en la demanda de saldos monetarios reales en dólares, las fuertes caídas de precios en todo tipo de commodities previas a la expansión monetaria, diferentes "trampas de liquidez", e importantes desapalancamientos en el sector privado de la economía, deben estar dentro de las explicaciones posibles de tanta insensibilidad de la tasa de inflación a tal expansión de las bases monetarias de las grandes economías. Sin duda que también jugaron las fuertes convicciones antiinflacionarias que reflejaban los bancos centrales del mundo. Volveremos a este punto hacia el final, al momento de presentar sugerencias de políticas hacia adelante.

Junto al activismo monetario, como hemos dicho, se aplicó un fuerte activismo fiscal. Es que los gobiernos percibieron que si bien la política monetaria era *necesaria* para quebrar las expectativas deflacionarias, para dar liquidez y solvencia a entidades comprometidas, y para aumentar los saldos monetarios reales, no era *suficiente.* Se observaba que a las bajas tasas de interés prevalecientes, prácticamente sin movilidad hacia abajo por más que esos saldos monetarios aumentaran, prevalecía una fuerte inconsistencia keynesiana entre ahorro e inversión, que no podía cubrirse más que con aumentos en los gastos y los déficits públicos.

Sin duda que este activismo fiscal redujo los niveles de riesgo e incertidumbre de consumidores e inversores asociados a la evolución de los niveles de actividad económica futura. O sea, redujo el valor de $\boldsymbol{\varepsilon}$. Como dijimos esta reducción debe haber incidido favorablemente también en los niveles de $\boldsymbol{\pi^e}$ y de $\boldsymbol{\eta}$.

La conjunción de políticas monetarias, fiscales y financieras como las comentadas en este punto, lograron reencauzar el proceso global de coordinación de expectativas hacia un equilibrio bueno tal cual está corroborado en el cuadro 2.

**El equilibrio difuso (2011)**

La evolución de la economía mundial en el 2010 fue absolutamente mejor. Por ello denominamos a ese período el del equilibrio bueno. Sin embargo, no fue un período definidamente bueno en sí mismo. Lo fue con relación al anterior, pero no con respecto a la evolución previa a la crisis subprime.

A lo largo de este año, y en particular en el tercer trimestre, las perspectivas económicas y financieras, se fueron deteriorando. Las proyecciones de crecimiento económico mundial han ido hacia abajo en todas las regiones. Mientras a principios de año ese crecimiento se proyectaba en alrededor del 3,5% ahora se lo proyecta en alrededor del 2,5%, con el mundo desarrollado pasando desde alrededor del 3,0% a menos de la mitad, y el emergente, aunque con una reducción más suave, pasando desde el 6,5% a alrededor del 5,5%. Las proyecciones son a su vez menores en todos los casos para 2012.

También en este trimestre pasado, el precio de commodities muy asociadas a las perspectivas sobre la actividad económica global como el cobre, el petróleo, y los granos, experimentaron bajas significativas.

"El mundo está en una zona de peligro" decía hace unos días el Presidente del Banco Mundial, agregando que "su confianza en que las grandes economías eludan una segunda recesión estaba siendo socavada por el goteo constante de malas noticias económicas"[11].

A este visible debilitamiento de las perspectivas positivas del equilibrio bueno es a lo que estamos llamando *el equilibrio difuso.* O sea un sendero de evolución económica mundial marcadamente indefinido donde las posibilidades de refortalecer los niveles de crecimiento de la actividad económica sin duda existen, pero donde también parecen existir riesgos importantes de una recesión más profunda.

¿Cuáles son las explicaciones de ese tránsito desde el equilibrio bueno al equilibrio difuso? En nuestra opinión han existido causas en el frente fiscal, en el financiero, y en el monetario. Comencemos con el primero.

El activismo fiscal actual en las perspectivas de los agentes económicos privados, aparece como bastante menos confiable y definido que el que se aplicó para superar el equilibrio malo. El activismo que se aplicó en el 2009 era claramente expansivo, donde los gastos públicos, los déficits públicos, y las deudas públicas, definidamente aumentaban con relación al PBI. Además, si bien existía algún grado de oposición política dentro de los gobiernos a tales políticas fiscales, dada la fuerte situación depresiva, esa oposición no tenía mucha gravitación.

[11] La Nación, 26/09/2011, Buenos Aires, pag. 6, sección 2.

La política fiscal hoy es mucho más ambigua. Dado que la expansión fiscal anterior aumentó mucho las relaciones Deuda Pública/PBI en el mundo desarrollado, se comenzó a dudar sobre la necesidad y sostenibilidad de tanta expansión fiscal. Como la economía parecía haberse reencauzado en un crecimiento sostenible, ya no aparecía tan imperiosa esa expansión. Las diferencias de visión técnica y política acerca del nivel y la forma que debía asumir la acción fiscal devino en un tema de fuerte discusión. En visiones más ortodoxas se piensa que es imposible que el sector privado recupere la confianza con políticas fiscales deficitarias. En aquellas más heterodoxas se piensa que en una economía todavía con riesgos recesivos resulta negativo eliminar la expansión fiscal.

En los EEUU, en ocasión del reciente debate sobre el techo de la deuda pública, y en el marco de aceptar que tarde o temprano era necesario reducir el déficit del Tesoro norteamericano, republicanos y demócratas no pudieron llegar a acuerdos concretos sobre la política fiscal. Mientras aquellos se oponían a aumentar los impuestos estos se oponían a reducir los gastos públicos sociales. O sea, una situación de impasse y parálisis en el frente fiscal, que podrá o no resolverse en la próxima reunión del "supercomité" del Congreso de los EEUU.

En Europa la situación se presenta bastante diferente. Existen varios países dentro de la Eurozona que corren riesgos de defaults soberanos, comenzando por Grecia, y siguiendo con otros. Cualquier situación de default pondría en situación de riesgo financiero a bancos del país implicado, y de otros países de la eurozona, además de los riesgos de contagio. Los gobiernos de la zona, en especial Alemania y Francia, desean salvar la integridad del euro, y por lo tanto auxiliar a los países con problemas. Pero hacerlo de tal forma que los costos se compartan entre los países más sólidos y los países con problemas, en estos casos tanto en cuanto a sus gobiernos como a sus sectores privados, bancos en particular. Consecuentemente, tal esquema de compartir costos ha puesto en marcha fuertes ajustes fiscales en los países insolventes. Esto es, el frente fiscal europeo parece no tener la parálisis política que experimenta la situación de los EEUU, poniéndose en marcha programas de contracción fiscal. Esto es, lo contrario a lo sucedido en el pasaje desde el equilibrio malo al bueno.

En el frente financiero, la situación es también distinta a lo sucedido después de Lehman. Hay mucho menos disposición a salvar en forma graciable a entidades financieras con fondos de los tesoros o de expansiones de base monetaria.

Pero es probablemente en cuanto a la política monetaria donde la situación se presenta en forma más diferente a lo que sucedió después de Lehman Brothers. Hoy no aparecen razones claras para nuevas expansiones monetarias. Como se indicó los saldos monetarios reales son muy elevados, y las tasas de interés ya están en sus pisos financieros. Además, como se indicó en el párrafo anterior los apoyos a entidades financieras ya se concretaron y no existe mayor disposición para ampliarlos.

Con relación a nuestra segunda variable, la inflación esperada $\boldsymbol{\pi^e}$**,** también la situación se presenta en forma distinta al 2009. Ya se comentó cómo en la salida hacia el equilibrio bueno, la política monetaria super expansiva cumplió el importante rol de erradicar las perspectivas deflacionarias, o sea que logró elevar $\boldsymbol{\pi^e}$ en medida importante. Por el contrario, en este episodio de equilibrio difuso, el nivel de esta variable debe estar bajando como ocurrió en el equilibrio malo. En este sentido juegan tres factores:

- Los agentes económicos pudieron observar que a pesar de tanta expansión de base monetaria, las inflaciones efectivas no subieron.
- También observan que hay una inflación efectiva *techo* de entre 2% y 3% porque estas aproximadamente las metas de inflación, explícitas o implícitas, que se fijan los bancos centrales del desarrollo. Además, estos bancos hacen saber que ante acercamientos, o deslizamientos por encima de esas metas , y aunque haya que resignar otros objetivos como empleo y actividad económica, se tomarán las medidas necesarias para estar dentro de las metas de inflación fijadas. Es común en estos tiempos que cuando un banco central emite un comentario como "se observan mejoras en el nivel de actividad económica pero que hay alguna preocupación por la tasa de inflación", el mismo deprime los mercados y las expectativas, cuando de hecho debería ser al revés porque se está diciendo que la economía se está recuperando. Es que los agentes económicos ven en tal tipo de comentario el preludio de acciones monetarias contractivas.
- Finalmente, en este sendero del equilibrio difuso, particularmente en el tercer trimestre, se han vuelto a producir como se ha indicado, caídas en los precios de commodities claves.

Si las inflaciones esperadas medias están bajando esto sería una parte importante de la explicación de haber salido del equilibrio bueno y haber pasado al difuso. Por el contrario, si se lograra hacerlas subir ello sería un paso importante para poder retomar el sendero del equilibrio bueno.

Es interesante preguntarse acerca del porqué de la "inclinación deflacionaria" tan marcada que tienen la mayoría de los bancos centrales. O sea, ¿porqué el dogma monetario de estos bancos los lleva a sacrificar prácticamente todo otro objetivo macroeconómico si se trata de obtener una tasa de inflación del 2,5% y evitar otra del 5,0%?

Como esa inclinación es tan fuerte en el BCE, continuador de las tradiciones del Bundesbank alemán, a veces se sugiere como explicación de ese dogma el episodio de la hiperinflación alemana de los 20s. Pero esto no es convincente.

Otras veces se recuerda la stagflation de los 70s pero esto tampoco resulta una explicación convincente. En este episodio, si bien claramente se combinaron importantes aumentos de los precios y del desempleo, es difícil asignar el aumento de este al aumento de aquellos.

Ante la suba de precios hubo políticas monetarias contrarrestantes de la alta inflación, y estas pueden ser la explicación del desempleo.

Una tercera posibilidad es recurrir a los libros de texto[12] para ver los costos de una inflación que está subiendo un poco. Generalmente, se observan tanto costos ligados a una inflación *efectiva* coincidente con *la esperada*, como al caso de una inflación *no esperada*. Dentro de los primeros encontramos los llamados "shoe-leather cost" y los "menú cost", y dada la existencia de estos, la existencia de algunos costos por ineficiencia de asignación. También, dado que el patrón monetario no conserva intacto su valor, existen costos de transacción e ineficiencia en las operaciones económicas. A su vez, como es conocido, el impuesto inflacionario es regresivo al recaer proporcionalmente más fuerte sobre los sectores de ingresos bajos. En un sentido contrario, se le suele atribuir a la inflación un beneficio de eficiencia de asignación, al actuar como lubricante en los mercados de trabajo para ajustar más rápida y fácilmente precios relativos laborales en el marco de inflexibilidad nominal hacia abajo de los salarios. Sin duda, que aunque moderada, la inflación esperada tiene *costos* que sería mejor evitar. Pero los mismos, si tenemos, por ejemplo, que compararlos con los *beneficios* de reducir el desempleo, parecieran ser insuficientes para justificar no tomar decisiones dirigidas a lograr tal reducción.

En cuanto a la inflación no esperada, el costo que se le asigna es sobre las redistribuciones arbitrarias de ingresos que origina entre deudores y acreedores. En principio esto puede ser un costo, pero volveremos a este punto en la sección final.

Resulta claro que la inflación, aunque ella sea moderada, tiene algunos costos, y que si ello fuera la única cuestión a considerar, siempre sería mejor menor inflación. Pero no es la única cuestión a considerar. Es interesante observar cómo no está incluido en el análisis que, bajo ciertas circunstancias, una mayor inflación esperada puede generar incentivos para una mayor inversión y un mayor consumo, tal cual lo expresa nuestra ecuación 1, y que esos incentivos en condiciones de insuficiencia de demanda agregada representarían un claro beneficio de tal inflación.

Retomando la cuestión de buscar una explicación a la fuerte inclinación deflacionaria de los bancos centrales del desarrollo, queremos dar nuestra propia percepción del porque de la misma. Estimamos que hay que buscarla en los principales instrumentos que utiliza el análisis macroeconómico predominante cuando estudia el ciclo económico y las políticas de estabilización del mismo.

Está la curva de Philipps de corto plazo. En principio, este tradeoff mira con alguna simpatía a la inflación porque si es más alta el desempleo será menor. Pero el tradeoff no dura mucho. Después de Friedman y Phelps sabemos que los agentes ajustarán sus expectativas cuando la inflación sea más alta y la curva se moverá hacia arriba en un

[12] N. Gregory Mankiw, "*Macroeconomics",* New York, Worth Publishers, 2003.

sentido inflacionario y recesivo. Es más, con tales movimientos y con expectativas racionales, el gobierno a través de *creíbles* políticas para reducir la inflación, lo podría hacer sin aumentar el desempleo[13]. La inflación aparece entonces como la mala de la película, y la inclinación de los banqueros centrales tiende a justificarse.

Está la curva de demanda agregada, la relación de equilibrio entre la inflación efectiva y el ingreso, con pendiente negativa. Cuando aquella aumenta, en equilibrio este baja, porque tal aumento hace bajar los saldos monetarios reales y esto hace subir la tasa de interés deprimiendo la demanda de inversión. Nuevamente la inflación, en este caso la efectiva, es la mala de la película. La tendencia a la justificación sigue firme.

Finalmente tenemos la curva de oferta agregada, también una relación de equilibrio entre inflación efectiva e ingreso, aunque en este caso con pendiente positiva. Esta curva es, en una versión distinta, el mismo tradeoff de Philipps, ahora con el ingreso como uno de los ejes en vez del desempleo. Según esta curva la inflación esperada desplaza la curva en un sentido inflacionario y recesivo tal cual vimos en aquel tradeoff. De nuevo la inflación, en este caso la esperada, aparece como la mala de la película, confirmando adicionalmente aquella tendencia hacia la justificación.

Con relación a esta visión macroeconómica tenemos dos observaciones. En primer lugar, el modelo, pero particularmente lo referido a la curva de demanda agregada, parece tener una sola tasa de interés a la vez nominal y real. O sea que se estaría suponiendo que la inflación esperada es cero. Esto es necesario para ese modelo porque mientras que en el mercado monetario la tasa de interés relevante es la nominal, en el mercado de bienes esa tasa es la real. Pero lo cierto es que en el espacio de precios e ingresos donde se mueve la curva de demanda agregada, las inflaciones tanto esperadas como efectivas están cambiando, y con cada uno de estos cambios los movimientos entre las dos tasas no tienen porqué ser iguales, con lo cual el modelo aparece como no consistente o, como mínimo, incompleto.

En segundo lugar, el análisis parece conducirse *asimétricamente* entre tratar casos donde, por ejemplo, la inflación es del 5,0% y se trata de reducirla, a tratar casos donde la inflación es del -2,0% y se trata de aumentarla. Ante esta situación deflacionaria aparecen en el análisis las dos tasas de interés, nominal y real y se reconoce que tanto el gasto en inversión como en consumo dependen negativamente de la tasa real de interés. En este caso, se completan los análisis IS-LM con las dos tasas de interés y se demuestra como una $\boldsymbol{\pi^e}$ negativa desplaza contractivamente hacia abajo la IS reduciendo el ingreso y la tasa de interés nominal. Se reconoce como en la Gran Depresión la caída del 25% en los precios entre 1929 y 1933 fue factor determinante de la caída persistente del ingreso de los EEUU en esos cuatro años, y como en Japón en los 90s se debió haber aumentado más la oferta

[13] Thomas J. Sargent, "The Ends of Four Big Inflations", en Robert E. Hall, ed., *Inflation: Causes and Effects,* Chicago, University of Chicago Press, 1982

monetaria, no para bajar la tasa **i** que estaba en un piso-piso menor al 1,0 sino para aumentar la inflación esperada.

Ben Bernanke es hoy un ejemplo claro de esa visión asimétrica. Cuando hacia fines del 2008 se conocieron estimaciones de cuál era el valor de Federal Funds Rate que sugería la regla de Taylor[14] dadas las proyecciones futuras de la inflación (de hecho, deflación) y de la brecha del producto, el valor era de -6,0%[15]. En noviembre de ese año la FFR era del 1,0%[16]. Entonces al ver esa diferencia de 7,0 puntos porcentuales es cuando la Reserva Federal lanza su QE1 a través del cual se incrementa la base monetaria en un 130% en menos de 2 años. Recordemos que en la Gran Depresión esa base aumentó sólo 18% en cuatro años. Resulta claro, como se dijo, que Bernanke justificó tan formidable aumento en la base monetaria para reducir fuertemente las expectativas de deflación esperada. Por el contrario hoy, con tasas bajas pero positivas de inflación, la Reserva Federal denota preocupación cuando aparecen señales de algún modesto aumento en las mismas. El comportamiento asimétrico es claro.

¿Se justifica tal asimetría? Desde el punto de vista analítico claramente que no. A su vez, es difícil justificarla desde el punto de vista de la política monetaria. Si en alguna situación, con inflación positiva, las tasas nominales de interés están en sus pisos financieros, y los costos reales de invertir y consumir son altos, generando niveles de demanda agregada depresivos, si se puede hacer algo para subir la inflación esperada y bajar esos costos elevando los niveles de esa demanda, que esta acción se justifique cuando existen riesgos deflacionarios y no se justifique cuando tales riesgos no existen, no parece una postura sensata.

## ¿Qué hacer?

En los puntos anteriores se ha indicado que según las denominaciones que hemos utilizado, tal vez algo arbitrarias, la economía mundial está transitando por un sendero de *equilibrio difuso*, en el cual, en especial en su parte más desarrollada, existe una recuperación a tasa lenta, quizás descendente, y enfrentada con posibilidades no despreciables de reintroducirse en un sendero de equilibrio malo.

En nuestra opinión, en la base de tal equilibrio difuso hay dos factores principales. Por un lado, una insuficiencia global de los niveles de demanda agregada privada de consumo y de

[14] John B. Taylor, "The Inflation/Input Variability Tradeoff Revisited", en *Goals, Guidelines, and Constraints Facing Monetary Policimakers,* Federal Reserve Bank of Boston, 1994.
[15] Es interesante observar que a este valor se llegaba sin computar las variables **ε** y **η.** Sólo se computaban las variables incluidas en la regla. Pero en la regla estaba la brecha de producto, y como veremos después **ε** y **η** están conectadas con esa brecha.
[16] La tasa se bajó a 0,25% en diciembre.

inversión. Tal insuficiencia se origina en costos reales de invertir y consumir altos. Tales costos tienen dos partes: la tasa real de interés, ($\mathbf{i - \pi^e}$); y los costos reales adicionales, ($\boldsymbol{\varepsilon + \eta}$). Esta segunda componente es propia de la situación depresiva, no existiendo en condiciones de evolución económica normal. A lo largo del equilibrio malo, esos costos reales de invertir y consumir alcanzaron valores muy altos. Se logró reducirlos significativamente a lo largo del equilibrio bueno, mientras que se han elevado nuevamente en el equilibrio difuso, aunque a valores menores que en el equilibrio malo. En particular, la crisis de deuda pública en la eurozona, por la posibilidad de defaults soberanos, quiebras bancarias y contagios, está elevando la prima de riesgo $\boldsymbol{\varepsilon}$**.**

Por otro lado, este trabajo asume que existe un proceso de coordinación de expectativas a escala global que está determinando las condiciones de equilibrios múltiples, pudiendo entonces los niveles de demanda agregada privada oscilar rápidamente desde equilibrios malos hacia equilibrios buenos, e inversamente. Tal proceso de coordinación pivotea esencialmente alrededor de las *percepciones* que tienen los agentes económicos, consumidores e inversores privados, acerca del nivel de aquellos *costos reales* de invertir y consumir.

Es por ello que la pregunta que identifica este punto, más específicamente es la siguiente ¿qué puede hacer la política económica para que tales percepciones se orienten en el sentido de una reducción de esos costos reales?

La extensión que manifiesta la crisis indica que no hay respuestas fáciles. Comenzando por la política fiscal, cuando relatamos el pasaje del equilibrio bueno al difuso, se comentó que se percibía un impasse complicado. En lo técnico existen opiniones claramente divergentes entre economistas. ¿Debe ser expansiva? Y en este caso, ¿debe ser a través de aumentar el gasto o de bajar los impuestos? ¿Debe ser contractiva? Y en este caso, ¿debe ser a través de bajar el gasto o de aumentar los impuestos? Además, tal cual se comentó, aunque en lo técnico se pudiera llegar a consensos, subsistiría la cuestión del impasse político. Cuando se trata del nivel del gasto público y de los impuestos, existen fuertes controversias político-ideológicos, que no será sencillo superar. Por todo esto, no parece posible encontrar en el frente fiscal muchas respuestas a la pregunta.

En cuanto a la política monetaria, el impasse parece ser diferente. Se utilizó una política expansiva a niveles no imaginables y, en nuestra opinión, ella cumplió un rol clave en el pasaje del equilibrio malo al bueno, el de reducir la deflación esperada, esto es, en aumentar la $\boldsymbol{\pi^e}$. Sin embargo, ¿Qué hacer ahora? En los EEUU la base monetaria está expandida y la tasa de inflación no ha aumentado, probablemente por aumentos en la demanda de dólares por el flight to quality que se manifiesta en las crisis y por los bolsones o trampas de liquidez que se crearon. Volver a aumentar la base ya no parece tener objetivos claros: las

tasas nominales están casi[17] en sus pisos financieros y los salvatajes razonables ya están hechos. Además, aunque menos fuertes que en el frente fiscal, también hay oposiciones político-ideológicas a las expansiones monetarias. Es por ello que tampoco parece posible en el frente de la política monetaria convencional encontrar las respuestas.

Llegados a este punto, nuestra propuesta es buscar dentro de acciones monetarias no convencionales. Como dice Rogoff, "estos son períodos en los que los bancos centrales necesitan gastar parte de la credibilidad que acumulan en tiempos normales"[18].

La idea central de la propuesta surge de lo ya comentado varias veces, esto es, que los costos reales de invertir y consumir son hoy altos, y lo son porque la inflación esperada es baja y porque los costos reales adicionales son altos por la propia depresión de la demanda agregada.

Creemos que la forma simple, efectiva y prácticamente única, que tiene hoy la política monetaria de lograr bajar esos costos reales es haciendo subir la $\boldsymbol{\pi^e}$**,** y que la forma más simple de lograrlo es *inflacionar las metas de inflación,* esto es, que los bancos centrales del mundo desarrollado coordinen y anuncien que, dadas las actuales condiciones monetarias y económicas, han decidido *aumentar temporariamente* los niveles de sus metas de inflación[19]. Que ante costos reales de invertir y consumir tan altos, inflaciones esperadas y efectivas más elevadas deberían colaborar en bajar esos costos, y como consecuencia deberían alentar mejores niveles de consumo e inversión en los sectores privados de la economía mundial.

¿Qué implica *temporariamente?* Es difícil sugerir algo preciso, pero parece razonable pensar en un horizonte de nuevas metas ni corto ni largo, digamos 2 a 3 años.

¿En *qué valor* cambiar los niveles de las nuevas metas de inflación? Propondremos un nivel de cambio que nos parece razonable, aunque debemos reconocer que para llegar al mismo se deben adoptar diferentes conjeturas discutibles.

Comenzaremos planteando una conjetura de la situación actual, aplicándole a la misma la lógica de la regla de Taylor y la lógica de nuestra ecuación 1. La misma tendrá como marco dominante el caso de los EEUU.

Una primera cuestión es conjeturar sobre el nivel de **i.** La FFR es hoy 0,25%. Esta tasa determina las tasas de corto plazo. Sin embargo la ecuación 1 se refiere a una tasa no siempre de corto plazo. Además puede ser una tasa por un préstamo o el costo de oportunidad de usar fondos propios. En fin, algo muy difícil de medir. Conjeturamos un valor del 2,0% para **i.** La segunda cuestión es la inflación efectiva. Aquí es todo más

[17] En Europa hay todavía un pequeño margen.
[18] Kenneth Rogoff, *ibídem.*
[19] Explícitas o implícitas.

sencillo. Si pensamos en la inflación core la conjeturamos también del 2,0%. Después la inflación esperada. Asumamos que pueda ser igual a 2,0%, a 1,0% o a 0,0%. Entonces la tasa real de interés sería o 0,0%, o 1,0%, o 2,0%.

Ahora bien, en la lógica de Taylor, en una situación normal, o sea con inflación efectiva igual a la meta de inflación y sin brecha de producto, la tasa de interés real debe ser el 2,0%[20]. O sea que en tal situación, la preferencia intertemporal mínima a satisfacer con el consumo debería ser el 2,0% y los proyectos de inversión a realizar deberían como mínimo tener una TIR real también del 2,0%. Son las dos variables presentadas en el punto segundo, $\mathbf{B^c}$ y $\mathbf{B^i}$**,** que hemos supuesto constantes a lo largo de la crisis.

Para comparar la lógica de Taylor con la de la ecuación 1, tomemos el caso en que tasa nominal de interés, inflación esperada, e inflación efectiva, son iguales al valor del 2,0%. La tasa real de interés es entonces 0,0%. En la lógica de Taylor, este nivel de tasa de interés real sería el correcto si la brecha del producto fuera de 4 puntos porcentuales anuales. En la lógica de la ecuación 1, sería correcto si los costos reales adicionales de invertir y consumir, la suma de $\boldsymbol{\varepsilon}$ y $\boldsymbol{\eta}$**,** fueran 2,0% anual. De hecho las dos lógicas están implícitamente unidas: la motivación para tener una tasa real baja es en Taylor la brecha de producto; la motivación en nuestro caso es la existencia de los costos reales adicionales ($\boldsymbol{\varepsilon + \eta}$). Estos son costos asociados a la situación depresiva, o sea asociados a la existencia de una brecha de producto.

Ahora bien, en el equilibrio difuso que estamos recorriendo creemos que existe una situación de insuficiencia de la demanda agregada. Esto significa en la lógica de Taylor, que la brecha del producto sería mayor a ese 4,0% y que por lo tanto la tasa de interés real debería ser menor al 0,0%. En nuestra lógica que ($\boldsymbol{\varepsilon + \eta}$) sería mayor al 2,0%, y por lo tanto, también significa que esa tasa debe ser menor al 0,0%[21].

Ante esta situación, la propuesta concreta es que los bancos centrales del desarrollo eleven sus metas de inflación en 3 puntos porcentuales, o sea dado que hoy están en el entorno del 2,0%, lleven las mismas al entorno del 5,0%. En esencia, lo que se propone es que esos bancos ante la situación depresiva de la economía mundial den un mensaje *contundente* que el objetivo de recuperar niveles adecuados de demanda agregada *predomina totalmente sobre el objetivo antiinflacionario*, por lo menos hasta que esos niveles estén recuperados.

Como se ha comentado en este trabajo, el hecho de que hoy $\boldsymbol{\pi^e}$ esté baja y que $\boldsymbol{\varepsilon}$ esté alta, originando un alto nivel de costo real de invertir y consumir, deriva en una medida importante de la fuerte inclinación deflacionaria de los bancos centrales. En el momento de

[20] Aunque recordemos que Taylor se refiere a la FFR, mientras que nosotros nos estamos refiriendo a una tasa de interés de mercado. Además en Taylor esta tasa real está medida con la inflación efectiva y no la esperada. Pero obviamos el análisis de estas diferencias.

[21] Los números podrían también presentarse para el supuesto de que la inflación esperada se moviera por debajo de la efectiva, pero por razones de simplicidad de exposición no lo hacemos.

escribir estas líneas el BCE, con su nuevo presidente Mario Draghi anuncia una baja de 0,25 puntos porcentuales en su tasa de interés de referencia, llevándola a 1,25%, y fundamenta el cambio en "el delicado momento de la economía europea". Inmediatamente los mercados reaccionaron positivamente. Es interesante observar cómo ante mínimas señales de una reducción en el celo antiinflacionario de los bancos centrales del desarrollo, la economía eleva sus niveles de confianza.

Creemos que un cambio tan contundente de visión en los bancos centrales como la propuesta, debería elevar la $\boldsymbol{\pi^e}$ en los agentes económicos. ¿En cuanto? En principio no lo sabemos. Si ella se ubicara en el mismo entorno que las nuevas metas de inflación, o sea el 5%, y si las tasas nominales de interés no cambiaran[22], la nueva tasa real de interés se ubicaría en -3,0%. Esta tasa real negativa, sería compatible según Taylor con una brecha de producto de 10 puntos porcentuales, y compatible según nuestra ecuación con costos reales adicionales ($\boldsymbol{\varepsilon + \eta}$) de 5,0% anual. Por supuesto que si la inflación esperada se ubicara por debajo del 5%, la economía funcionaría con una tasa real de interés mayor a -3,0%, donde a su vez, la brecha de producto, y esos costos reales adicionales, consistentes con esa tasa más alta, serían menores.

Junto a la suba en $\boldsymbol{\pi^e}$**,** es previsible la baja en **ε,** y esto por dos motivos. Uno, por las relaciones que se establecen entre esas dos variables componentes de la ecuación 1, que ya fueron comentadas más arriba. Dos, porque un cambio tan contundente en la política monetaria a favor del crecimiento elevaría la confianza de los agentes económicos, bajando la prima de riesgo que está detrás de **ε.**

También debería bajar **η.** Si bien, al igual que en el caso de la inflación esperada, no se sabe en cuanto aumentaría la inflación efectiva, si hubiera un aumento ello ayudaría a desapalancar a los agentes privados. Sería un proceso gradual y ordenado de reducción en el endeudamiento real de inversores y consumidores. Por supuesto que si la nueva política monetaria mejorara los niveles de demanda agregada y las economías se recuperaran, este crecimiento también ayudaría a desapalancar a los agentes económicos privados y públicos.

Ahora bien, en los comentarios anteriores hemos supuesto que las tasas nominales de interés no cambian. Es por ello que al subir $\boldsymbol{\pi^e}$ ello impacta en forma plena en la reducción de la tasa de interés real. Sin embargo, ese supuesto es discutible. El cambio en la inflación esperada es el mismo tanto para demandantes de fondos prestables (consumidores e inversores) como para oferentes de esos fondos. El costo real de prestar para estos sube cuando la inflación esperada sube, y estos aumentos deberían presionar hacia la suba de tasas nominales. O sea que en condiciones económicas normales, con más o menos rezagos, debería funcionar el efecto Fisher tal cual se analizó en el punto donde se trataba el equilibrio malo.

[22] Volvemos después a esta cuestión.

Sin embargo, es claro que las condiciones de funcionamiento de la economía no son normales en cuanto estamos asumiendo en el punto de partida insuficiencia de demanda agregada. Y hacia adelante, otra "anormalidad" que se adicionará, será el cambio propuesto de elevar las metas de inflación. En estas condiciones creemos que asumir tasas nominales sin cambios, o con recorridos de suba claramente inferiores a los de la inflación, es un supuesto razonable por las siguientes razones:

- Si se acepta que las tasas de interés nominales se determinan según el enfoque de oferta y demanda de fondos prestables, esta posibilidad ya fue tratada arriba al considerar el efecto Fisher. Allí se muestra que en condiciones de inconsistencia ahorro-inversión, las tasas nominales, al menos por un cierto trecho, no tienen porque seguir las tasas de inflación.
- Si se acepta que esas tasas se determinan según el enfoque de la preferencia por la liquidez, hay que tener en cuenta el enorme aumento que se ha producido en los saldos monetarios reales, siendo probable que una parte importante de tales saldos se encuentren en "trampas" o bolsones de liquidez que ante aumentos en las tasas nominales se ofrecerían en el mercado monetario. Además, los bancos centrales podrían proveer liquidez adicional si ello fuera necesario.
- Siendo hoy muy bajas las tasas de referencia de los bancos centrales, las mismas no tienen porqué ser aumentadas en el corto plazo aunque la inflación esté subiendo. Menos tendrían que serlo ante la desaparición de las angustias antiinflacionarias por el corrimiento de las metas de inflación. A mediano plazo, los bancos centrales cambiarían esas tasas de referencia según la evolución de la inflación y del ingreso.
- Si bien no son evidencias concluyentes, en los dos más importantes y dilatados episodios depresivos que este trabajo recordó, las tasas de interés nominales fueron muy bajas y muy constantes, aún ante cambios en la inflación y en la actividad económica.