

La respuesta de los bancos centrales A LA CRISIS HA sido muy buena

JORDI GALÍ *

El destacado economista Jordi Galí visitó Lima invitado por el Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA) y el Banco Central de Reserva del Perú, para compartir experiencias en materia de política monetaria. La revista Moneda conversó con él sobre las señales del fin de la crisis internacional, las lecciones aprendidas y lo que le espera al mundo y a la ciencia económica.

* Doctor en Economía del Massachusetts Institute of Technology (MIT); actualmente es director del Centro de Investigación de Economía Internacional en España; ha sido profesor de economía de la Escuela de Negocios de la Universidad de Columbia, profesor de la Universidad de Nueva York y de la Universidad de Pompeu Fabra. Ha publicado múltiples investigaciones sobre macroeconomía, política monetaria, inflación, tasas de interés, entre otras. Asimismo, ha sido galardonado con reconocimientos como el Premio de Economía de la Sociedad Catalana, Premio Rey Jaime I de Economía, entre otros.

Profesor, queremos empezar con el tema de la crisis internacional. ¿Cómo la percibe, podemos decir que estamos tocando fondo, se ha estabilizado el mundo?

Siempre es arriesgado hacer pronósticos de este tipo, pero yo diría que actualmente tenemos indicadores que sugieren que se ha tocado fondo por lo menos en algunos países claves para iniciar la recuperación. Pero, sin duda, ha sido una crisis muy importante, la más importante del período de la post-guerra en términos de pérdidas acumuladas de producción, empleo, etc. Lo más significativo es que es una crisis que hubiera podido ser peor. Aún más, en un momento dado, si no hubiera habido una respuesta masiva de política económica coordinada a nivel global, nos podríamos haber encontrado con una nueva Gran Depresión, pero afortunadamente no ha sido así.

En ese ámbito muchos destacan la labor de los bancos centrales en el sentido de actuar en el momento oportuno. ¿Cómo evalúa ese tema?

Yo creo que las respuestas de los bancos centrales, en términos generales, ha sido muy buena. Seguramente, dada la situación extraordinaria, deben haber cometido algunos errores o tomado decisiones que no han sido tan efectivas como se esperaba, considerando la gravedad de la situación; pero repito, en términos generales, los bancos coordinaron y hay que reconocer la creatividad que han tenido muchos de los bancos centrales a la hora de crear nuevos instrumentos para hacer frente a una situación totalmente nueva.

Usted acaba de mencionar que se pudieron detectar algunos errores. ¿A qué aspectos se refiere en particular?

Pensaba en situaciones que en su día fueron diría, esperpénticas, como la que se produjo en los momentos más dramáticos de la crisis con la caída de Lehman Brothers, o las decisiones que de forma autónoma, no coordinada, tomaron algunos bancos centrales respecto a las garantías de depósito que cada país extendió a sus depositantes, en una situación muy clara de riesgo de pánico bancario. Obviamente, una respuesta no coordinada para un tema tan delicado como éste, generaba una situación de posible competencia desleal que podía llevar a desplazamientos de capitales masivos de los bancos de un país a un banco de otro, en el que el gobierno hubiera decidido, por ejemplo, garantizar todos los depósitos. Esto fue transitorio y eventualmente hubo una solución más coordinada. Han habido algunas medidas de política económica que no han tenido el impacto deseado. Un programa que

aprobó el Congreso de Estados Unidos después de una situación de excepción muy fuerte y que originalmente tenía como objetivo la adquisición de activos tóxicos que estaban en manos de las instituciones financieras de los Estados Unidos, es otro ejemplo. Este dinero acabó siendo utilizado de manera distinta a la que originalmente estaba prevista y todo ello ha dado una sensación de improvisación; pero tratándose de una situación realmente inédita y crítica, es razonable que se produzcan cosas como estas.

En general, ¿la evolución de las medidas globales de política económica han sido netamente positivas?

Yo diría que sí, tanto en el campo monetario como en el campo de la política fiscal.

Se comenta que las medidas de inyección de liquidez que tomaron los bancos centrales, podrían ser un factor desencadenante de una inflación futura. ¿Hay ese riesgo?

Yo creo que no. Supongo que esta percepción proviene de la asociación inmediata que se hace de aumento de la cantidad de dinero en circulación, es decir, una mayor liquidez, con el crecimiento de los precios. Es importante enfatizar que si bien es cierto que los bancos centrales, a través de todos estos programas de creación de liquidez, han aumentado el tamaño de sus balances de forma notable, se llegó a incrementos de 100 por ciento o más de su base monetaria, esto no se ha reflejado en un aumento descomunal o desproporcionado de la oferta



**Afortunadamente,
hubo una respuesta
coordinada y global
de política
económica**





GALÍ.
Sobre la crisis,
cautamente señala
que se ha tocado
fondo en países
clave.

monetaria. Sencillamente, la oferta monetaria en la mayor parte de los países, por lo menos en los países industrializados, ha seguido creciendo a tasas parecidas a las que había estado haciéndolo, lo que es consistente con un crecimiento estable, normal de los precios y de la actividad económica. Este aumento muy fuerte de la base monetaria, de los balances y de las operaciones por parte de los bancos centrales, ha tenido como objeto, entre otros, evitar que se produjera una contracción de la oferta monetaria debido a una contracción de los balances de la banca privada, lo que se ha logrado. No se ha incurrido en el error cometido durante la Gran Depresión, en el que los bancos centrales mantuvieron una actitud pasiva ante la crisis en el sector financiero y en el sector privado, con lo que la contracción monetaria efectiva no hizo más que contribuir a la persistencia de la Gran Depresión.

**¿Cómo podría encaminarse la recuperación?
¿Sería una V, una W o una U?**

Yo siempre me quedo bastante sorprendido con la capacidad que tienen algunos analistas para hacer predicciones tan precisas, incluso para asociarlas con la forma de las letras del abecedario. No me arriesgaría a hacer ninguna predicción de este tipo. Yo creo que hay indicadores. Prefiero seguir la coyuntura en cada momento. Ahí tenemos indicadores claros de que la caída de la actividad económica se está desacelerando, éste era el primer paso hacia la recuperación y eso es ahora lo que cabe esperar; que haya primero indicadores sólidos, no basados solamente en encuestas o predicciones que puedan hacer ciertos analistas, sino que hayan indicadores sólidos de crecimiento del PBI y

otras variables macroeconómicas, especialmente, el consumo y, eventualmente, la inversión productiva.

Y esta crisis ¿qué lecciones principales nos deja en cuanto, por ejemplo, al manejo de política monetaria?

Supongo que muchas. Una de ellas es el riesgo, que muchos consideraban menor, de mantener tasas de inflación medias muy bajas, las que pueden llevar —como se ha visto en muchos países— a situaciones en las que el banco central no puede reducir las tasas de interés nominal porque hay un límite inferior de cero. Entonces, quizás esto es un tema tabú, pero algunos países —y estoy pensando concretamente en el caso de la zona euro—, quizás, deberían replantear sus objetivos de inflación y ajustarlos un poco al alza. Esto podría ser una lección, pero hay que pensarla bien, porque no hay que tomar decisiones erráticas, ni dar marcha atrás. La lección principal no atañe tanto a la autoridad monetaria sino a las instituciones responsables de la regulación y supervisión del sistema financiero. Estas son las lecciones que se van a aprender, sobre todo en el sentido de desarrollar instrumentos que puedan utilizarse de forma activa y con carácter contracíclico y que eviten situaciones de riesgos sistémicos como los acontecidos. Hay otros aspectos relacionados con la política monetaria que son más controvertidos. Por ejemplo, ¿en qué medida esta política debería responder a variaciones en el precio de los activos? En realidad las autoridades monetarias no deberían centrarse tanto en la inflación y en alguna otra variable económica, sino que también deberían preocuparse por el comportamiento de los mercados,

muy vinculado con la estabilidad financiera y el valor de los activos. Yo creo que, en el margen, puede haber un ajuste del comportamiento de las autoridades monetarias, en la medida en que la regulación financiera mejore y se eviten situaciones de burbujas especulativas, asociadas con crecimiento del crédito desproporcionado. Pero esperemos que no sea necesario, por parte de los bancos centrales, el tener que preocuparse por temas que no son específicamente los que les competen y que de alguna manera podrían, incluso, desviar la atención sobre sus objetivos centrales y dificultar la comunicación de sus estrategias de política.

Y en el campo académico ¿cuál es el reto para los economistas?

El reto, asociado a la crisis, es en primer lugar, repensar algunos de nuestros modelos e incorporar elementos que se han mostrado centrales en este episodio y que actualmente no se encuentran presentes. Incluso modelos como los que utilizan muchos bancos centrales a la hora de analizar políticas monetarias alternativas o hacer predicciones, modelos que no tienen relación con el sector financiero y, concretamente, con los intermediarios financieros. Estos intermediarios financieros, con todas las restricciones con las que trabajan y con los incentivos que los mueven, claramente deben estar presentes en cualquier modelo que intente explicar lo que ha sucedido.

En ese sentido ¿la ciencia económica evolucionará hacia modelos más sofisticados y, por lo tanto, al uso de más variables?

Yo creo que la ciencia económica avanza por senderos paralelos, simultáneos. Por una parte, hay un esfuerzo que es quizás más visible en instituciones como bancos centrales o el FMI, encaminadas a la construcción de modelos relativamente grandes, realistas, donde pueden ser llevados los datos y que, sin duda, pueden incorporar todos los elementos que en un momento dado sean considerados significativos. Por otro lado, hay otro campo, el de la actividad académica, con el que me identifiqué más, en el que uno no intenta construir un gran modelo que incorpore todos los elementos, sino modelos muy sencillos que pueden ser útiles desde un punto de vista pedagógico para explicar y transmitir la importancia de mecanismos o fenómenos que han sido ignorados, pero que resultan significativos en un momento.

Se comentó bastante la posibilidad de que el dólar tienda a debilitarse, ¿qué opinión le merece?

En consistencia con lo que he comentado antes, la posibilidad de que el dólar tienda a depreciarse me parece tan factible como la posibilidad de que el dólar tienda a apreciarse. Lo que puedo opinar es que no son deseables las situaciones en las que los tipos de cambio experimentan fluctuaciones excesivamente altas. Durante la última década y, al margen de problemas de algunos países, no hemos visto tales situaciones dramáticas de fluctuaciones en el tipo de cambio. Han habido fluctuaciones persistentes, pero han sido relativamente suaves. No veo en el horizonte un escenario muy probable en el que el dólar se deprecie desproporcionadamente o que no esté justificado por los fundamentos.

Finalmente, atendiendo a su experiencia como docente, ¿qué recomendaría a los economistas que están iniciándose en esta carrera?

Creo que los mejores economistas que ha dado el mundo durante el siglo pasado, son los que se formaron durante la Gran Depresión. Se podría decir que los jóvenes economistas que se están formando actualmente y han experimentado la crisis financiera internacional que estamos viviendo, tienen un cierto privilegio, porque supone un estímulo intelectual impresionante que difícilmente hubieran tenido durante las dos últimas décadas, sobre todo en los países industrializados, porque ha sido un período de estabilidad muy fuerte y una persona con ganas de estímulos importantes quizás no se hubiera sentido muy atraído por la economía. Entonces, creo que una consecuencia buena de la crisis es que va a generar buenos economistas. ■



**Tenemos indicadores
claros de que la
caída de la actividad
económica se está
desacelerando**

