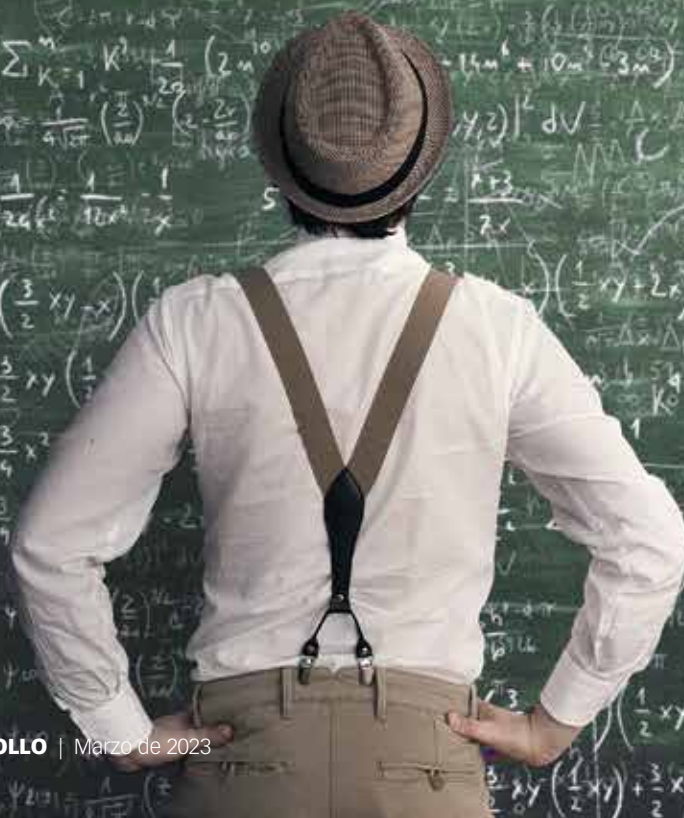


La esencia misma del modelo de la política monetaria moderna



Los nuevos modelos económicos permiten a las autoridades entender mejor los efectos de las medidas adoptadas para controlar la inflación

Greg Kaplan, Benjamin Moll y Giovanni L. Violante

La inflación actual no termina de entenderse bien. ¿Por qué algunos hogares se ven perjudicados sobremanera, mientras otros apenas notan sus efectos, o incluso salen beneficiados? ¿En qué medida afectan el exceso de ahorro y los pagos del gobierno generados por la pandemia a la lucha contra la inflación? ¿Qué importancia tuvieron los shocks de la oferta relacionados con la COVID-19 y la invasión rusa de Ucrania?

Los objetivos cambiantes de la política monetaria hacen que sea todavía más complicado entender la inflación. Durante mucho tiempo, la política monetaria ha insistido en controlar la inflación mediante una estabilización de la demanda agregada. No obstante, recientemente, los bancos centrales han ampliado sus objetivos a la estabilidad financiera, los riesgos climáticos y geopolíticos, y la inclusión social.

Los modelos macroeconómicos son cruciales para hacer frente a este complejo panorama. Gracias a ellos, las autoridades económicas pueden interpretar observaciones empíricas sobre el estado de la economía, prever cómo afectarán los distintos marcos de políticas a sus objetivos y, en última instancia, orientar las decisiones de política. Los modelos cuantitativos miden los puntos fuertes de las distintas fuerzas implicadas, ayudando así a evaluar las ventajas comparativas de varios objetivos contrapuestos.

Sin embargo, los modelos tradicionales no tienen en cuenta las desigualdades de ingreso y patrimonio, y presuponen que, si algo es bueno para el consumidor medio, según la definición del modelo, tiene que ser bueno también para el conjunto de la economía.

La nueva generación de modelos cuantitativos resulta especialmente indicada para guiar a los bancos centrales

por este nuevo territorio de política monetaria, en el cual las distribuciones de patrimonio e ingreso ocupan un lugar central. Estos modelos, conocidos con el nombre de HANK (por su sigla en inglés), combinan modelos de agentes heterogéneos (método ampliamente utilizado por los macroeconomistas para estudiar las distribuciones de ingreso y riqueza) y modelos nekeynesianos (mecanismos básicos para estudiar la política monetaria y las variaciones en la demanda agregada).

Los modelos HANK aportan nuevos conocimientos sobre la redistribución y los efectos heterogéneos de la política monetaria, y arrojan nueva luz sobre los objetivos tradicionales de los bancos centrales: esto es, controlar la inflación y estabilizar la producción. He aquí cuatro enseñanzas generales, así como algunas ideas preliminares, sobre la forma en que los modelos HANK pueden aclarar el actual entorno de inflación elevada.

ENSEÑANZA 1 Prever los efectos de política indirectos

Los modelos HANK nos han enseñado cómo afecta la política monetaria al gasto en consumo de los hogares, tanto directa como indirectamente. Se consideran canales directos aquellos que pueden atribuirse directamente a una variación de las tasas de política monetaria a corto plazo, como la decisión de los consumidores de aplazar compras cuando suben las tasas de interés. Los canales indirectos se forman por los efectos de la tasa de política monetaria sobre otras tasas de interés (p. ej., tasas de interés de los bonos a largo plazo y los préstamos hipotecarios), los precios de los activos (como de las viviendas o las acciones) y los dividendos, los salarios y los impuestos y transferencias del Estado.

El tamaño relativo de los canales indirectos frente a los directos depende sobre todo de la propensión marginal al consumo (PMC), que permite calcular qué parte del incremento del ingreso de un hogar se gasta y qué parte se ahorra. En los modelos tradicionales, que intentan prever los efectos de la política monetaria sobre el consumidor típico, la PMC es mínima y, por tanto, los canales indirectos no son significativos. En cambio, por su diseño, los modelos HANK son acordes con los datos empíricos sobre hábitos de consumo y ahorro. Su PMC agregada es aproximadamente 10 veces mayor y, de este modo, los distintos efectos indirectos tienen un papel dominante en el mecanismo de transmisión.

¿Qué significa esto para la política monetaria? Según el prisma de los modelos anteriores, lo único que los bancos centrales deben conocer para pronosticar la respuesta de consumo agregada es una estimación de un parámetro: cuán dispuestos están los consumidores a aplazar compras cuando aumentan las tasas de interés (la “elasticidad de sustitución intertemporal”). En cambio, en los modelos HANK, los bancos centrales requieren de mucha más información rigurosa sobre el lado de los hogares en la economía. Deben disponer de un panorama completo de la distribución de PMC, fuentes de ingreso y los componentes de los balances de los hogares. Además, la importancia de los canales indirectos implica que todos los mecanismos que contribuyen a la formación de precios de bienes, insumos, crédito, vivienda y mercados financieros intervienen en el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Por lo tanto, los bancos centrales deben tener conocimientos profundos sobre las estructuras y fricciones en el mercado, así como sobre las instituciones que desempeñan funciones esenciales en este entorno, como los gobiernos locales, los sindicatos y los organismos reguladores.

ENSEÑANZA 2 Algunos barcos navegan mejor, otros se hunden

De acuerdo con la visión tradicional de la política monetaria, “cuando sube la marea, todos los barcos se elevan”. Los modelos HANK demuestran que esto es una falacia.

Muchos de los canales de transmisión de la política monetaria tienen efectos divergentes, y en ocasiones opuestos, sobre los diferentes hogares. Por ejemplo, las repercusiones directas de una variación de las tasas de interés dependen del estado de la condición financiera de los hogares: los recortes benefician a los deudores, porque hacen disminuir los pagos de intereses (como en el caso de las hipotecas de interés variable) y perjudican a los ahorristas, que perciben menos intereses. La política monetaria tiene también efectos

heterogéneos, mediante su impacto sobre la inflación. En primer lugar, la inflación beneficia a los hogares con un gran volumen de deuda nominal, porque esta se devalúa. En segundo lugar, los precios de algunos bienes aumentan más que los de otros, y los diferentes hogares los consumen en proporciones desiguales. Por último, los efectos indirectos de la política monetaria sobre el ingreso disponible de los hogares no son uniformes, porque algunos hogares están más expuestos a las fluctuaciones de la actividad económica agregada que otros.

En los modelos HANK, estos canales redistributivos no solo son esenciales para entender quiénes salen ganando y perdiendo con la política monetaria, sino que abordan los pilares del funcionamiento de esta, en el sentido en que la redistribución determina sus efectos cuantitativos sobre los agregados macroeconómicos. En la medida en que los canales descritos permiten una redistribución de los hogares con una PMC reducida a aquellos con una PMC elevada (de ahorristas a gastadores), el impacto de la política monetaria se ve amplificado. Por otra parte, estos efectos redistributivos variarán de un país a otro. Así, por ejemplo, seguramente serán más pronunciados en países con una tasa de pobreza elevada, o mucha desigualdad, con lo cual también darán lugar a diferencias en la transmisión de la política monetaria entre las economías avanzadas y los países de ingreso bajo y mediano. Los modelos HANK nos obligan a abandonar la fantasía de que es posible separar de forma limpia la estabilización de la redistribución.

ENSEÑANZA 3 La huella fiscal sí importa

Otro error muy extendido es la idea de que la política monetaria puede dissociarse de la política fiscal.

Al incorporar la desigualdad de ingreso y riqueza, los modelos HANK restablecen un sólido vínculo entre estos dos, prueba de que la política monetaria deja “huellas fiscales” significativas. Cuando el banco central sube las tasas de interés, los costos de endeudamiento del Tesoro aumentan; este incremento debe financiarse con una subida de impuestos o una disminución del gasto, en el presente o en el futuro, o a través de la inflación futura. En los modelos HANK, los detalles sobre cómo y cuándo el gobierno enjuga este déficit fiscal, y qué hogares soportan la carga, condicionan tremendamente los efectos generales de una subida de tasas de interés.

Así pues, la huella fiscal de la política monetaria genera una nueva redistribución que, a su vez, amplifica o amortigua el shock, según si desplaza los recursos de los ahorristas

a los gastadores, o viceversa. Esta fuerza mantiene indisolublemente unidos al banco central y el Tesoro. Cuanto mayor sea la deuda del gobierno y más cortos sean los plazos, mayor será la huella fiscal.

En términos más generales, los modelos HANK ofrecen un contexto natural para estudiar los efectos de la política fiscal sobre la eficiencia productiva agregada, el grado de seguro social y el alcance de la redistribución entre hogares.

ENSEÑANZA 4 La herramienta de redistribución ideal

¿Qué pasa entonces con la política monetaria, en la práctica?

Varios estudios de lo que constituye un equilibrio óptimo entre la política monetaria y la fiscal en modelos HANK concluyen que las ventajas de una estabilización agregada se ven sobrepasadas por las que reporta aliviar directamente las dificultades. Las políticas óptimas en los modelos HANK casi siempre son partidarias de una redistribución hacia los hogares que viven precariamente durante una desaceleración.

Podríamos sentirnos tentados a interpretar que esto respalda el uso de la política monetaria para promover una prosperidad compartida y mitigar adversidades. No obstante, la política monetaria es un instrumento de redistribución o seguro burdo. Los modelos HANK revelan que la política fiscal seguramente está mejor indicada para una tarea tal, puesto que puede dirigirse más justamente a quienes necesitan apoyo.

El actual brote de inflación

El actual episodio inflacionario es un buen ejemplo para estudiar la utilidad de los modelos HANK en el análisis macroeconómico y el asesoramiento de política económica.

Los modelos HANK revelan que el impacto de un shock macroeconómico sobre el gasto agregado es mayor cuando las PMC individuales y las exposiciones individuales al shock se interrelacionan más estrechamente. En la coyuntura económica actual, esto significa que es fundamental entender los efectos redistributivos de la inflación sobre los hogares, para así estimar sus repercusiones agregadas. Los hogares consumen diferentes conjuntos de bienes y servicios, con lo cual unos son más sensibles que otros a la inflación. Por ejemplo, en este episodio las familias pobres que gastan una parte importante de sus ingresos en productos básicos, como la energía, se ven especialmente perjudicadas. Los prestatarios salen ganando porque el valor real de sus deudas disminuye, mientras que los hogares con grandes cantidades de efectivo o ahorros líquidos salen perdiendo. Los trabajadores con una remuneración relativamente

flexible (por ejemplo, por gratificaciones y comisiones) pueden limitar la pérdida de poder adquisitivo, mientras que aquellos cuyos salarios nominales no se revisan con frecuencia, o quienes cobran el salario mínimo, verán como sus ingresos reales encogen.

El nivel de ahorro de los hogares, que influye en la forma en que una variación de las tasas de interés afecta el consumo, es esencial, como también lo es la distribución del ahorro entre la población y la correlación con la disposición a gastar de los hogares. Por ejemplo, el excedente de ahorro generado por las restricciones al consumo impuestas por la pandemia (menos gasto en viajes y restaurantes) está principalmente en manos de los más acaudalados y, por tanto, se gasta a un ritmo muy lento. El excedente de ahorro acumulado a causa de los amplios programas de transferencias del gobierno en 2020 y 2021 está mayoritariamente en manos de los hogares de ingreso bajo, y se gasta a un ritmo muy superior. Un rápido ritmo de utilización respalda la demanda agregada y entorpece las iniciativas adoptadas por el banco central para contener la inflación.

Por último, una evaluación a fondo de los efectos en el bienestar del actual brote de inflación no puede pasar por alto sus causas. No está clara todavía la importancia relativa de los shocks de la oferta (provocados por la pandemia de la COVID-19 y la guerra en Ucrania), el amplio estímulo fiscal de 2020 y 2021, y la política monetaria laxa de la década transcurrida desde la última recesión. Todos estos factores presentan componentes redistributivos y efectos heterogéneos que no pueden dilucidarse dentro de la rigidez de los modelos tradicionales. La aplicación de modelos HANK nos ayudará a entender todos los efectos de este episodio de la historia monetaria. **FD**

GREG KAPLAN es profesor del Departamento de Economía Kenneth C. Griffin de la Universidad de Chicago; **BENJAMIN MOLL** es profesor de Economía en la Escuela de Economía y Ciencia Política de Londres y **GIOVANNI L. VIOLANTE** ocupa la cátedra Theodore A. Wells '29 de Economía de la Universidad de Princeton.

Lecturas complementarias:

Auclert, A. 2019. "Monetary Policy and the Redistribution Channel." *American Economic Review* 109 (6): 2333–367.

Kaplan, G., and G. Violante. 2018. "Microeconomic Heterogeneity and Macroeconomic Shocks." *Journal of Economic Perspectives* 32 (3): 167–94.

Kaplan, G., B. Moll, and G. Violante. 2018. "Monetary Policy According to HANK." *American Economic Review* 18 (3): 697–743.

Moll, B. 2020. "The Rich Interactions between Inequality and the Macroeconomy." *Economic Dynamics Research Agenda* 21 (2).

Violante, G. 2021. "What Have We Learned from HANK Models, thus Far?" Proceedings of the ECB Forum on Central Banking, September 28–29 (held online).