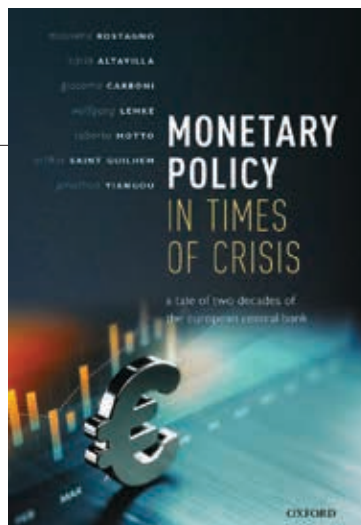


Arte y ciencia de la política monetaria

EL BANCO CENTRAL EUROPEO (BCE) tiene su cuota de detractores y escépticos para quienes la institución no hace lo suficiente o con demasiada frecuencia está “detrás de la curva”, en la jerga del mercado. *Monetary Policy in Times of Crisis* (La Política monetaria en tiempos de crisis) es más que una defensa acérrima. La obra, escrita por un equipo del BCE en forma más transparente de lo que lo haría cualquier otro banco central de una economía avanzada, brinda un singular análisis basado en teoría y modelos para fundamentar las deliberaciones de su consejo de gobierno para decidir la política monetaria. A los lectores les impresionará lo que ocurre en el interior: el arte y la ciencia de formular políticas monetarias.

Los autores analizan magistralmente los desafíos de la política monetaria a los que se enfrentó esta institución joven en sus primeras dos décadas, inusualmente agitadas y propensas a crisis, y su lucha para crear una unión monetaria. La mayoría conoce la máxima proferida por el presidente Mario Draghi en 2012, “hacer lo que sea necesario”, respecto de la amenaza existencial al euro, pero pocos conocen la labor del BCE detrás de bambalinas para presionar desde un principio para la creación del Mecanismo Europeo de Estabilidad, que tornó efectivo su instrumento de transacciones monetarias directas (nunca utilizado) para resolver la crisis de la zona del euro. Asimismo, el BCE se atribuye la creación de un sistema de supervisión bancaria unificado que redujo la fragmentación y aumentó la eficacia de la política monetaria en la unión.

La selección de instrumentos que utiliza el BCE —tasas de interés negativas, compras de activos, préstamos subsidiados a bancos para préstamos y mensajes del banco central sobre la orientación de las tasas de política— suele plantear el interrogante de por qué su estrategia respecto de la de otros bancos centrales es más compleja. Este libro presenta datos empíricos sólidos sobre la complementariedad entre estos instrumentos en aras de una política monetaria expansiva y especialmente cómo estos instrumentos juntos contienen la presión en los costos de



Massimo Rostagno, Carlo Altavilla, Giacomo Carboni, Wolfgang Lemke, Roberto Motto, Arthur Saint Guilhem y Jonathan Yiangou

Monetary Policy in Times of Crisis: A Tale of Two Decades of the European Central Bank

Oxford University Press

Oxford, UK, 2021, 448 págs., USD 115

los empréstitos a más largo plazo. Los detractores, por supuesto, apuntan a otros bancos centrales que logran resultados similares con un arsenal menor. Sin embargo, ello tal vez pase por alto el matiz importante de que el BCE funciona en una unión monetaria con desequilibrios financieros muy diversos entre los soberanos y los bancos en la zona del euro. Tasas de interés bajas no se transmitirían en forma pareja a toda la zona del euro si el BCE no subsidiara los préstamos a bancos más débiles.

La dificultad continua del BCE para satisfacer su objetivo de estabilidad de precios sigue preocupando y propugna la continuidad de su política expansiva. Pero el análisis aquí es persuasivo al mostrar que el uso de esta selección de instrumentos contuvo la caída en las expectativas inflacionarias a más largo plazo. En otras palabras, la situación contrafáctica habría sido peor.

Si bien el análisis en este libro cubre el período hasta fines de 2018, los autores presentan un caso convincente de que las herramientas de política de la última década fueron fundamentales para que el BCE respondiera con rapidez y decisión a la pandemia de COVID-19. La profundidad de este análisis atraerá a una audiencia mucho más amplia, no solo a expertos. **FD**

MAHMOOD PRADHAN, Subdirector del Departamento de Europa del FMI