

El gobernador del Banco Central de Austria, el reconocido economista Robert Holzmann, estuvo en Chile invitado a un conversatorio de la Facultad de Economía de la Universidad Católica, donde presentó su paper “La normalización de la política monetaria más allá de la inflación”.

Execonomista principal en el FMI y en la Oede. Holzmann es también, debido a su calidad de timonel del ente rector de Austria, miembro del consejo del Banco Central Europeo (BCE) y días antes de aterrizar en Santiago fue el único voto disidente -de 25 consejeros- en la reunión en que la entidad decidió, finalmente, empezar a bajar su tasa de interés, por primera vez desde la pandemia.

En conversación con **Pulso** en su paso por el país, entregó los argumentos de su postura, alertó sobre la evolución de la inflación y profundizó respecto del nuevo escenario que enfrenta la política monetaria a nivel global.

Tras la crisis financiera y la pandemia de Covid, ¿hay que replantearse el funcionamiento de la política monetaria?

—No creo que tengamos que replantearnos toda la política monetaria, pero tendremos que cambiar algunos de sus elementos. Porque lo que ha ocurrido es que hemos tenido un período reciente de política monetaria no convencional que, en parte, fue un éxito, pero que en parte necesita ser revisada y esta revisión está teniendo lugar mientras hablamos.

¿En Europa o en todas partes?

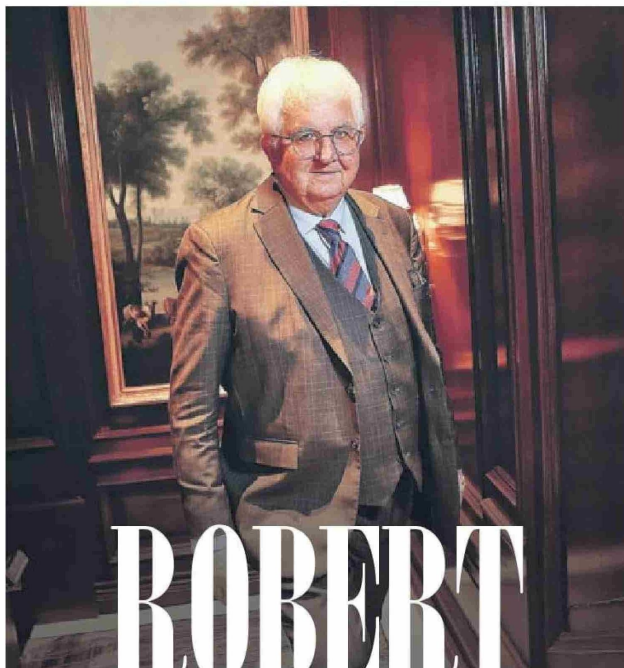
—Bueno, la política no convencional tiene que resolverse en todas partes donde tengamos una tasa de interés de equilibrio baja, porque queremos escapar de la zona donde el límite inferior es cero, es decir, tipos de interés cero o incluso negativos, lo que llega a ser llamativo. Pero además, también tenemos que replantearnosla, porque con esta tasa de interés de equilibrio baja los bancos centrales nos arriesgamos a entrar más a menudo en pérdidas cuando aplicamos nuestra política monetaria. Y un banco central puede exponerse a pérdidas, pero no debería ocurrir con demasiada frecuencia, porque si entra sistemáticamente en patrimonio negativo puede correr el riesgo de perder su credibilidad.

El ciclo que vivimos estos últimos años, con todas esas medidas eliminándose y subiendo las tasas, ¿es algo que veremos a futuro, o estamos en medio de un proceso para luego volver a políticas no convencionales?

—Sí, si nuestra tasa de interés de equilibrio se mantiene baja o cae aún más, entonces tenemos que continuar con la política monetaria no convencional, pero también queremos aprender de los problemas de la política no convencional del pasado, así que para no enfatizar sus malas características queremos hacerlo de una manera que sea menos una carga para la política monetaria, en particular por algunos de los principales efectos secundarios que puede tener.

¿Cómo se aumenta la tasa de interés de equilibrio?

—En realidad, aún no sabemos cómo hacerlo, pero tengo algunas sugerencias de posibles vías. Para mí, la tasa de interés de equilibrio está estrechamente vinculada a los factores que aumentan la productividad, es decir, la produc-



ROBERT HOLZMANN

“Se subestima lo pegajosa que es la inflación”

El único consejero del Banco Central Europeo (BCE) que votó en contra de la decisión de empezar a bajar la tasa de interés del bloque en su reciente reunión de principios de mes, conversó con Pulso sobre sus razones y el nuevo escenario que existe para la política monetaria tras la pandemia.

Una entrevista de **RODRIGO CÁRDENAS** Foto **ANDRÉS PÉREZ**

tividad total de los factores, que crea ingresos sin necesidad de recursos adicionales, y a los factores vinculados al crecimiento de la oferta de mano de obra. Estos son, diría yo, los dos componentes más importantes. Y ambos pueden verse afectados por intervenciones políticas. Por ejemplo, yo diría que la mayor parte del crecimiento de la productividad se produce a través de la destrucción creativa a la Schumpeter. Por cierto, en este momento tenemos una importante tarea de destrucción creativa que hacer, que es en el sector de la energía, porque queremos avanzar rápida-

mente hacia la producción de energía con menos dióxido de carbono pesado. Así que, si somos capaces de encontrar nuevas formas de crear energía limpia y eliminar las antiguas, que son más caras y utilizan más recursos, esta sería una forma de aumentar la productividad total de los factores. Otro aspecto relacionado es que tenemos muchas oportunidades de proyectos de energía limpia en el sur global. Pero para ello nos falta una serie de componentes, entre ellos los contratos internacionales que permitan asegurar a los inversionistas que recuperarán el dinero invertido. Es muy proba-

ble que este no sea un problema en Chile, pero sí el de otros países o regiones.

Así que esta es una buena oportunidad para países como Chile...

—Exactamente. Hay que pensar en cómo invertir mejor los recursos en el sur global y cómo asegurar los contratos. Porque, si no estás seguro de recuperar el dinero, pides una tasa de retorno más alta. Y si pides una tasa de retorno más alta, tienes menos posibilidades de que el proyecto se realice y tenga éxito.

El economista chileno del MIT, Ricardo Caballero, publicó un artículo diciendo que añadir un objetivo de condiciones financieras futuras en la política monetaria, podría mejorar su funcionamiento, porque reduciría el ruido en el sistema financiero. ¿Qué opina?

—Si bien no he leído el documento, estoy seguro de que es una buena sugerencia, pero lo que es definitivamente cierto, como he dicho, es que si usted puede reducir la incertidumbre del mercado financiero, aumenta la capacidad de establecer la política monetaria. Si este índice u otra cosa es la mejor forma de hacerlo, no lo sé, pero desde luego es algo con lo que estoy de acuerdo: con la idea de decir que menos ruido en el mercado financiero es mejor para la política monetaria.

El 6 de junio el BCE bajó la tasa en 25 puntos base, su primer recorte desde 2019, y usted fue el único que votó en contra. ¿Por qué?

—Ha habido un par de razones para mi objeción. La primera es que el Consejo de Gobierno dijo que queremos tener una política monetaria data dependiente. Dos semanas antes de la decisión todo parecía ir bien y yo dije que, si las cosas seguían como hasta entonces, estaría encantado de acompañarles. Pero la semana anterior (a la reunión), tanto la tasa de inflación general como la subyacente volvieron a subir, lo que demuestra que la inflación es más pegajosa de lo esperado. Esto es algo que también hemos visto en otras partes del mundo. Pues bien, si nos guiamos por los datos, debemos seguir haciéndolo. Creo sinceramente que se subestima lo pegajosa que es la inflación. Y por último, pero no menos importante, tenemos dos posibilidades principales de movimiento y errores: nos movemos demasiado pronto, o nos movemos demasiado tarde. Y la pregunta es qué riesgos conlleva, y mi sensación es que moverse demasiado pronto crea mayores riesgos que moverse demasiado tarde, porque si te mueves demasiado tarde puedes crear una tasa de crecimiento algo más baja temporal. Pero si te mueves demasiado pronto y luego creas nueva inflación, entonces probablemente tengas que aumentar de nuevo la tasa de interés. Esto genera mucho más ruido y efectos negativos en el sistema. Así que estas consideraciones fueron la razón por la que yo habría dejado la tasa de interés donde estaba.

¿Quizá Europa tenga que esperar primero a que la Fed baje las tasas en EE.UU.?

—Este era un pensamiento adicional, pero más como un recordatorio. Un 0,25% más de diferencial con respecto a la tasa de interés de la Fed no crea ningún problema. Pero si suponemos que podríamos tener tres movimientos más antes de que la Fed se mueva, esto crea una distancia mucho mayor entre nosotros y EE.UU., y entonces es muy probable que tenga efectos sobre el tipo de cambio y, como resultado, sobre la tasa de inflación, y esto es algo sobre lo que yo quería llamar la atención. ●