



## Ir contracorriente

*El economista brasileño Ilan Goldfajn explica por qué los bancos centrales deben ser fieles a sus convicciones*

**LOS BANCOS CENTRALES NO DEBEN JAMÁS** sorprender a los mercados; eso dice el tópico. Sin embargo, Ilan Goldfajn sabe que, en ocasiones, es exactamente lo que hace falta. A mediados de 2016, durante sus dos primeras semanas como gobernador del Banco Central de Brasil, mercados, periodistas y analistas estaban convencidos de la necesidad de ajustar el régimen de metas de inflación del país, porque la inflación era demasiado elevada. Goldfajn no estaba de acuerdo y se mantuvo firme. En 2017, la inflación fue del 2,95%, situándose un poco por debajo del margen de tolerancia.

Goldfajn nació en Israel y se crió en Río de Janeiro, en tiempos de profundo caos económico en Brasil, con cuatro cambios de moneda en siete años y una inflación superior al 80% mensual. Obtuvo un doctorado del Instituto Tecnológico de Massachusetts y trabajó con países asiáticos en el FMI a finales de la década de 1990. Fue subgobernador de política económica del Banco Central de Brasil a comienzos de la década de 2000 y economista principal de Itaú Unibanco, la entidad bancaria más importante de Brasil, entre 2009 y 2016, antes de reincorporarse al banco central como presidente de junio de 2016 a febrero de 2019. Goldfajn, nombrado recientemente presidente de Credit Suisse en Brasil, charló con Andreas Adriano de F&D

sobre la evolución de la comunicación de los bancos centrales en los últimos años y la importancia de saber cuándo oponerse a la opinión general.

**F&D: ¿Qué supuso cuestionar a toda la clase económica dirigente al comienzo de su mandato?**

**IG:** A veces hay que tener convicción y contravenir el consenso de mercados, prensa y analistas. Durante mis dos primeras semanas como gobernador del banco central, en 2016, la opinión pública consideraba imposible que la economía brasileña —partiendo de una tasa de inflación del 11%— alcanzase el objetivo del 4,5% al año siguiente. Nosotros creíamos que sería arduo y difícil, pero posible. La demanda era muy baja, significativamente inferior al potencial de la economía tras dos años de recesión. Por tanto, me parecía sumamente razonable que si lográbamos coordinar las expectativas y modificar la dirección de la política económica y monetaria, podríamos alcanzar el objetivo. Fue la decisión acertada: en 2017, la inflación se redujo al 2,95%, por debajo de su meta.

**F&D: También rompió esquemas al final de su mandato.**

**IG:** En 2018, la inflación seguía estando por debajo del objetivo. Las expectativas estaban ancladas, pero las tasas de interés de Estados Unidos subían y arrastraban las de las economías emergentes. Parecía, entonces, que Brasil también debía incrementar las tasas. No obstante, ante la lenta recuperación de la economía (aunque por debajo de su potencial) y la reducida inflación, nuestro marco no recomendaba un incremento de las tasas. Por segunda vez, al principio y al final de mi mandato, optamos por contravenir el consenso.

**F&D: Al fin y al cabo, ¿se trata de confiar en el propio régimen y seguir las propias normas?**

**IG:** Exactamente. Muchos nos llamaron ortodoxos en exceso, pero a veces hay que tener confianza en el régimen y en el propio instinto para oponerse al consenso.

**F&D: Ambos ejemplos pusieron de manifiesto la necesidad de ser más diligente en las comunicaciones. ¿Cómo lo hizo?**

**IG:** Logramos aumentar muchísimo la transparencia, modificando el anuncio y las actas de las decisiones de política monetaria. Procuramos expresarnos de forma más sencilla, concisa y directa, para que nuestras medidas fueran mejor entendidas; en especial, qué íbamos a hacer en qué situación. Las expectativas de inflación son muy importantes. Lo ideal es que la gente tenga claro lo que vas a hacer según las circunstancias y los fundamentos económicos.

**F&D:** Desde la afirmación de Alan Greenspan de que “si soy demasiado claro, seguramente es que no ha entendido lo que he dicho” a la de Mario Draghi de que “haremos lo que haga falta para salvar el euro”, ¿en qué ha cambiado la percepción sobre cómo pueden y deben comunicarse los bancos centrales?

**IG:** Hoy en día, la mayoría coincide en que debe haber transparencia. La Reserva Federal ha cambiado; ahora conocemos sus objetivos, proyecciones e intenciones de política. Cada vez recurre más a la comunicación directa para influir en las expectativas. Y lo mismo ocurre en Europa. No solo se hace evidente en frase como “haremos lo que haga falta”, sino también en expresiones como “mantendremos las tasas de interés en niveles reducidos durante mucho tiempo”.

En Brasil, diríamos: “Solo vamos a intervenir en la política monetaria si esta turbulencia del mercado afecta a las expectativas de inflación”. O bien, “esperamos mantener nuestra política de expansión monetaria”. La transparencia de los bancos centrales es adecuada a la nueva realidad, donde la información es pública. A nadie le basta con saber cuál es la decisión, sin entender su motivación. Antes se necesitaba tiempo para publicar las actas. Hoy en día, en Brasil, las decisiones de política monetaria se publican un miércoles, y las actas, el martes siguiente por la mañana.

**F&D:** ¿Ha cambiado por ello su trabajo como gobernador? ¿Tenía que hablar con más gente, con otros participantes?

**IG:** Lo que está bajo escrutinio no son solo tus palabras, sino tu vida, 24 horas al día. No puedes permitirte actuar como ciudadano privado y decir lo que piensas, ni siquiera entre amigos o familiares. La información fluye y debes tener cuidado con cada paso que das, y respetar los recursos públicos, como los conductores, o los aviones. Debes ponerte en fila y tomar un vuelo comercial, como todo el mundo. En medio de una crisis, la gente te mira y se pregunta, ¿está nervioso?, ¿ha engordado?

**F&D:** ¿No es curioso que, al mismo tiempo, se dude de la independencia de los bancos centrales en tantos países?

**IG:** En cierta medida, la percepción de que los bancos centrales son una potente herramienta para combatir las crisis ejerce presión sobre ellos, para que hagan más. La gente querría que estimulásemos más la economía, y que evitásemos las crisis y las turbulencias en los mercados. En las economías avanzadas, se requirieron políticas no convencionales porque la crisis financiera

mundial no fue convencional, pero muchos políticos cuestionaron las medidas adoptadas.

**F&D:** ¿Qué dificultades plantea un doble mandato —como el doble objetivo de la Reserva Federal de mantener la inflación baja y estable, y conseguir el pleno empleo— a los bancos centrales?

**IG:** Hoy en día, los bancos centrales ya se preocupan tanto por la inflación como por el crecimiento. Cuando la economía está en recesión, la estimulan. Si la inflación es inferior al objetivo, pero hay recesión, o si la inflación ha alcanzado su objetivo, pero hay desempleo, hay que dar estímulo. Incluso cuando la inflación se sitúa por encima del objetivo, también se tiene en cuenta la trayectoria; es decir, el tiempo que tarda en converger hacia el objetivo. Todos los bancos centrales del mundo tienen en cuenta estas disyuntivas a corto plazo.

**F&D:** Es decir, que en la práctica ya existe un doble mandato.

**IG:** Sí, pero la mayoría de los bancos centrales son conscientes de que el crecimiento a largo plazo queda fuera de sus atribuciones. Depende de la productividad, la educación, la inversión y otros factores de la economía real, más allá de su desempeño. Cuando digo que los bancos centrales tienen en cuenta estas cosas, me refiero a las disyuntivas a corto plazo entre inflación y otras dimensiones económicas. No deben confundirse con un incremento del crecimiento a largo plazo, al cual el banco central contribuye a través de la estabilidad, pero un mayor estímulo no genera mayor productividad.

**F&D:** ¿Nos preocupamos demasiado por la depreciación del tipo de cambio, en especial en las economías de mercados emergentes?

**IG:** Siempre que hay turbulencias hay presiones, y el banco central y el Tesoro deben saber cómo afrontarlas. Es cierto que el banco central debe abordar las condiciones perturbadoras de los mercados y ayudarles a funcionar mejor pero, aparte de eso, es importante dejar que la tasa de cambio fluctúe como reflejo de los fundamentos económicos y los shocks. Las autoridades económicas deben ser capaces de distinguir cuándo merece una atención especial y cuándo debe dejarse a su suerte, y siempre buscan un marco que permita determinar cuándo hay que intervenir y cuándo hay que dejar que el tipo de cambio refleje la realidad económica del momento. **FD**

*Esta entrevista ha sido editada por razones de extensión y claridad.*