



Gobernanza y el rol de los Comités Ejecutivos¹

Este artículo trata sobre el papel que juega la gobernanza y los comités en la supervisión prudencial de los tomadores de depósito, aseguradoras y las grandes firmas de inversiones, en particular, de la experiencia en el mercado financiero inglés.

La mejor forma de empezar es detallando los objetivos de la Autoridad de Regulación Prudencial (PRA, por sus siglas en inglés), siendo estos, en primer lugar, la seguridad y solvencia de las firmas supervisadas, así como la protección de los asegurados; y, como objeto secundario en relación a la competitividad de la institución, o mejor dicho como requerimiento implícito, se encuentra en el corazón de la institución la evaluación de riesgo. Entender cómo las firmas toman y administran el riesgo, los controles que llevan, así como la calidad del manejo del riesgo, se encuentra en el corazón del trabajo del supervisor prudencial. Esto es lo que la PRA hace todos los días, y los estándares de este trabajo se han ido incrementando extensivamente desde la crisis. La Autoridad de Regulación Prudencial es un supervisor basado en el juicio, lo cual significa que se aplica el juicio en lugar de un marco de normas y regulación. Los enfoques de regulación basados en normas estrictas crean rigideces y propician el arbitraje. La aplicación sensible del juicio involucra observar de diferentes ángulos una situación particular, así como emplear herramientas que proyecten a futuro (*forward-looking*), como lo son los llamados *stress tests*.

Claramente, “juicio” no es solamente un eslogan. Así que, juicio por quién, cómo y con qué objetivo,



son preguntas razonables. Principalmente nos enfocaremos en la primera pregunta, y utilizar esta para ilustrar las otras. Se considerará específicamente el rol de los comités, pero en un marco más general de tres grupos de personas: los Altos Directivos de las firmas, los Comités (conformados en su mayoría por No Ejecutivos), y los Supervisores.

El trabajo de los Ejecutivos de alto nivel es ejercer el juicio sobre los riesgos y los rendimientos en el día a día. Es cierto que puede ser confuso escuchar que el ente regulador vele por que las firmas tengan retornos sostenibles dadas algunas de las cosas que están escritas acerca de la regulación financiera, pero es deseable que las firmas crezcan mediante el ejercicio de un buen juicio comercial. Los altos directivos ejercen este juicio bajo un marco establecido y revisado por sus comités, definiendo la estrategia global, la propensión al riesgo y los esquemas de evaluación, así como la supervisión de los controles y su cumplimiento. Los entes supervisores aplican su juicio según un marco de normas y reglamentos propios, cuya característica

Contenido

1. Gobernanza y el rol de los Comités Ejecutivosp. 1
2. Deuda, demografía y distribución del ingreso: Nuevos retos para la política monetaria... p. 4

¹ Traducción libre y resumen del discurso de Andrew Bailey, vice-gobernador del Banco de Inglaterra, en el *Westminster Business Forum*, Londres, Inglaterra, el 3 de noviembre de 2015, elaborado por Eva María de León Fajardo, Analista del Departamento de Investigaciones Económicas.

distintiva es que representan objetivos de política pública y, por consiguiente, el bienestar público, el cual es el objetivo del Banco Central.

Ahora enfoquémonos en el papel de los Comités. Ellos deben de ser capaces de establecer una estrategia, de definir la propensión al riesgo y de supervisar la implementación, sin embargo, ellos no sustituyen el rol de los Ejecutivos. Asimismo, los supervisores plantean desafíos difíciles y sugieren cambios, sin embargo, ellos no sustituyen al Comité o a los Ejecutivos.

El pasado reciente no ha mostrado una historia así de sencilla en esta área. Es bastante comprensible que en el comienzo de la crisis financiera hubiera grandes cuestionamientos sobre el rol de los Altos Ejecutivos y de los Comités. Era necesario un cambio en el enfoque de la supervisión para aprobar a los altos directivos. Es quizá natural, dada la escala del choque, que algún cambio fuera demasiado lejos o no en la mejor dirección. De hecho, hubo un repunte en la dirección de querer que todos los miembros No Ejecutivos del Comité tuvieran habilidades técnicas de un tipo similar y, por lo tanto, un conocimiento técnico más profundo del negocio. Pero ese es el trabajo de un Ejecutivo. Sería un error llenar un Comité de personas elegidas por su experiencia en teoría de probabilidades, y no dejar que el Comité sea diverso. Realmente, no existe un consenso en cómo establecer las expectativas de los Comités de tal manera que ellos puedan desempeñar su rol.

La Autoridad de Regulación Prudencial tiene contacto cercano con muchos Comités, así que como con super-

visores ¿Qué espera la PRA de estos Comités? Tres aspectos se pueden mencionar:

1. El ente Supervisor espera que los Comités ejerzan un buen juicio vigilando el funcionamiento de la firma y que lo hagan de manera prospectiva.
3. Ese juicio es mejorado por un buen desafío constructivo de parte de los No Ejecutivos. La cultura de una firma debería promover la discusión, el debate y el desafío honesto. Las señales de alarma se activan para el supervisor cuando los altos mandos son muy sensibles a los desafíos.
5. Así, los supervisores dependen de los No Ejecutivos, bajo el liderazgo del Presidente, para desafiar al Ejecutivo en todos los aspectos de la estrategia de la firma, la cual incluye la viabilidad y sostenibilidad del modelo de negocio y el establecimiento, mantenimiento y uso de la propensión al riesgo y el marco de gestión.

En términos del Régimen de Altos Mandos, estos puntos enmarcan la responsabilidad de los Comités, sin embargo, no es tan simple como suena debido a la complejidad de las finanzas en sí mismas. Entonces, ¿cómo se cuadran las responsabilidades con la complejidad? Para los miembros del Comité significa tener un cierto nivel de entendimiento, no necesariamente al nivel matemático de los técnicos. El reto clave para todos es poder reducir la complejidad hasta comprender cuáles son los principales impulsores, cuáles son los juicios que probablemente importan cuando ocurren cosas malas en las colas de la distribución de los riesgos.

Así que a continuación se presenta una propuesta para los Comités. Es el trabajo de los Ejecutivos poder explicar en términos simples y transparentes los asuntos complejos a los No Ejecutivos. Al hacer esto, se debe entender la incertidumbre en torno a los juicios, en qué circunstancias podrían estar equivocados, y cómo pueden existir razonablemente diferentes maneras de medir cosas como la liquidez. No se debe dejar que los Ejecutivos encuentren las respuestas por sí mismos, y ellos no deben sentir que deben hacerlo. Esto se puede ilustrar con un área de gran actualidad para los bancos y las aseguradoras: los modelos internos de riesgo. ¿Qué necesita un Comité para entender? Se puede probar lo siguiente:

Director	Producción
Johny Rubelcy Gramajo M.	Sergio A. Hernández R. Leonel Enrique Dubón Q.
Consejeros	
Salvador Orlando Carrillo G.	Edición
Edgar Rolando Lemus R.	Juan Francisco Sagúí Argueta
Coordinador	Arte y Diagramación
Ivar Ernesto Romero Ch.	Juan Manuel Colorado H.

NOTAS MONETARIAS es un órgano divulgativo de información económico-financiera actualizada, de periodicidad bimestral y distribución gratuita. De aparecer colaboraciones especiales, sus autores serán entera y exclusivamente responsables por sus opiniones y, de consiguiente, estas no reflejarían la posición oficial del Banco de Guatemala, a menos que ello se haga constar de modo expreso. Es libre la reproducción de los artículos, gráficas y cifras que figuren en esta publicación, siempre y cuando se mencione la fuente. Toda correspondencia deberá dirigirse a: **NOTAS MONETARIAS** del Banco de Guatemala, 7a. avenida, 22-01, zona 1, Ciudad de Guatemala, Código Postal No. 01001.

- Elementos clave de diseño de modelos
- Supuestos significativos y juicio experto
- Sensibilidades clave
- Limitaciones significativas e incertidumbre en el modelo

Para recalcar, el desafío es reducir la complejidad a la simplicidad, y de esta manera hacer que los miembros del Consejo entiendan lo siguiente:

- Dónde se espera que el modelo trabaje bien.
- En qué circunstancias es probable que deje de funcionar.
- Si son creíbles todos los resultados del modelo.
- Qué mueve al indicador en términos de supuestos clave o juicios.
- ¿Son esos supuestos y juicios razonables?

Los No Ejecutivos deberían estar dispuestos de manera tal que posean una comprensión general del modelo y que conozcan estas expectativas sin un detallado conocimiento técnico. Ese es el trabajo del Ejecutivo, explicar la complejidad, proporcionar buena información administrativa, permitir retos y, por tanto, dar rendición de cuentas. Si los No Ejecutivos no creen que puedan alcanzar estas expectativas, ellos deberían solicitar el tiempo y el apoyo necesarios para lograrlas.

Para concluir, poniendo lo anterior en un contexto más amplio de gobernabilidad, hay tres respuestas a descartar: en primer lugar, la respuesta no es volver a los buenos viejos tiempos, porque ya vistos en retrospectiva no parecen tan buenos; en segundo lugar, la respuesta no es desear que las finanzas sean más simples, eso es algo demasiado idealista como para tener relevancia para el reto actual; y por último, la respuesta no es derogar el deber de responsabilidad como suele ocurrir con los Presidentes de las Juntas y los Comités.

Entonces ¿cuál sería la respuesta? Respecto al trabajo que se hace en la PRA al revisar el enfoque de supervisión de la gobernabilidad de las firmas de manera que se relacione con los objetivos de dicha institución, lo que se quiere es poner estos asuntos sobre la mesa y lograr un progreso real. Una respuesta yace en el enfoque en el cual los No Ejecutivos son informados por los Ejecutivos sobre sus empresas y, por lo tanto, permite a los Ejecutivos retos rigurosos, además de darles crédito por llevarlos a cabo, aun cuando las consecuencias sean incómodas algunas veces. El ente Supervisor siempre está atento a Ejecutivos que parecen ver a los No Ejecutivos como una forma de amenaza; los Ejecutivos que son realmente eficaces son aquellos que ven la experiencia y el conocimiento de sus colegas No Ejecutivos como un medio para mejorar la eficacia del juicio del Comité a través de un apoyo y desafío constructivos.

Deuda, demografía y distribución del ingreso: Nuevos retos para la política monetaria¹

En los años precrisis, muchos macroeconomistas y hacedores de política solían pensar que la economía se encontraba en una tendencia estable de crecimiento, cercana a su nivel potencial, con *shocks* temporales creando desviaciones de corto plazo. La política monetaria se trataba entonces, de responder a esos *shocks* temporales para hacer que la economía regresara a su equilibrio de manera suave. Es por esto que la política monetaria era impulsada básicamente por factores cíclicos: causas de naturaleza temporal y que solo explicaban desviaciones del crecimiento potencial, que en consecuencia podían hacer que la inflación se desviara de su objetivo. En contraste, actualmente el ajuste de la política monetaria se define también por muchos factores estructurales que han cambiado permanentemente la relación entre el crecimiento y las tasas de interés.

En este documento me enfocaré en las 3 D: Deuda, Demografía y Distribución del ingreso. Los cambios en las 3 D interactúan fuertemente para crear un ambiente en el que un nivel dado de crecimiento potencial, es consistente con tasas de interés sustancialmente más bajas que en el pasado. A pesar de la incertidumbre sobre la magnitud y duración de estos efectos, a continuación se describen algunas implicaciones para la política monetaria.

Primero, la economía podría no regresar a sus niveles promedio precrisis de crecimiento y tasas de interés, pero muchos de los modelos utilizados en análisis de política sí implican este regreso a dichos niveles. Esto porque los efectos persistentes de las 3 D se dejan fuera de los modelos por definición, para mantener los modelos simples. Debemos ser cuidadosos de no darles mucho peso a modelos que tienen una fuerte reversión dentro de sus supuestos. Entre más largo es el horizonte de pronóstico, más fuerte se aplica este argumento. Segundo, para un nivel de crecimiento dado, las tasas de interés reales podrían mantenerse

significativamente más bajas que en el pasado. Se debe tomar en cuenta que, con tasas de interés muy bajas, la política no puede responder tan efectivamente a las malas noticias como a las buenas noticias.

1. Deuda

Luego de la crisis tenemos amplia evidencia para afirmar que los hogares y las firmas con mayores niveles de deuda reducen su gasto mucho más pronunciadamente que aquellos con menores niveles de deuda, en respuesta a una recesión. Estos efectos microeconómicos pueden tener efectos macroeconómicos. Aquellas recesiones que se dan luego de un aumento sustancial en la deuda son mucho más severas y prolongadas que aquellas en las que no existe dicho aumento.

El objetivo de los hacedores de política es mantener la inflación cerca de su objetivo, minimizando las caídas de corto plazo en el gasto, manteniendo a la economía operando lo más cerca posible de su potencial. En respuesta a una reducción en el gasto relativo al potencial, el banco central realiza recortes en las tasas de interés. En respuesta a una caída drástica y persistente en el gasto, derivada de un aumento sustancial de deuda, el banco central recorta las tasas de interés fuertemente y las mantiene bajas de manera persistente.

Para reducir un exceso en la deuda agregada existen dos mecanismos. El primero, rápido pero doloroso en el corto plazo, sería que los prestatarios reestructuren la deuda, imponiendo pérdidas a los prestamistas. Este mecanismo se encuentra fuera del mandato de los comités de política monetaria.

El segundo método para reducir un aumento en la deuda es lento: si la tasa de crecimiento de los ingresos del prestatario excede la tasa de interés del préstamo, solamente dejar fijo el saldo de la deuda (no prestar más) reducirá, con el tiempo, el ratio deuda/ingreso, sin recortes adicionales en el gasto. ¿Por qué es lento el proceso? El crecimiento agregado tiende a ser bajo en la mayoría de economías, y las tasas de interés de los préstamos son típicamente positivas, aún con tasas de política cercanas a cero. Por lo tanto, la carga de la deuda se erosiona en un porcentaje bajo cada año.

¹ Traducción libre y resumen de la publicación: "Debt, demographics and the distribution of income", speech given by Dr. Gertjan Vlieghe, External MPC member, Bank of England, at the London School of Economics, 18 January 2016. Este resumen fue elaborado por Mariano José Gutiérrez Morales, Analista II del Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de Guatemala.

En términos de política monetaria, no es importante quien realiza el gasto. De cualquier modo, si el comportamiento de prestatarios muy endeudados es tal que recortan su gasto más allá de lo que las reducciones en las tasas de interés son capaces de estimular el gasto de otros prestamistas y ahorradores, entonces la política monetaria debe tomar en cuenta ese proceso de desapalancamiento. No porque importe en sí, sino por los efectos que este proceso puede tener en el gasto agregado y, por consiguiente, en la inflación.

Luego de la crisis, la compra de activos fue una herramienta utilizada para la estimulación del gasto cuando las tasas de política no podían bajarse más. Sin embargo, la compra de activos es un sustituto imperfecto para las tasas de interés bajas, ya que transmiten un impulso al gasto por diferentes canales (efectos riqueza, reducciones en primas de riesgo) y su impacto es mucho más incierto, ya que son herramientas relativamente nuevas. El hecho que las tasas de política estén tan cercanas a cero pudo haber contribuido a la decepcionante recuperación económica. Si hubiéramos podido recortar las tasas de interés muchos más puntos, el proceso de desapalancamiento hubiera sido más rápido y el gasto podría haberse recuperado antes.

Es la presencia del límite inferior en las tasas de política, en conjunto con el exceso en la deuda, lo que tiene el potencial para hacer la recuperación persistentemente lenta.

Esto es particularmente importante, ya que resalta la importancia de mantener las expectativas de inflación ancladas durante el período de desapalancamiento. Si durante una recuperación débil, la inflación cae persistentemente por debajo de su objetivo (con tasas de inflación en su límite bajo efectivo), se reduce el ritmo máximo de desapalancamiento que puede ser alcanzado, y retrasa el momento en el que los patrones de gasto normales se reestablecen. En este caso la inflación tiene un efecto asimétrico en las perspectivas de crecimiento de mediano plazo, que a su vez alimentan las perspectivas de inflación. La baja inflación tiene un mayor riesgo de perpetuarse.

El Reino Unido ha conseguido reducir su ratio deuda/PIB, pero en el resto del mundo hay muchas economías que no lo han logrado. Más aún, los mercados emergentes han experimentado recientes aumentos

en su endeudamiento. En otras palabras, su desapalancamiento aún no ha comenzado. Esto tiene el potencial de crear persistentes decepciones en el gasto, si la política monetaria es incapaz de estimular otras formas de gasto.

2. Demografía

Como la deuda, la demografía puede tener efectos de largo plazo en la relación crecimiento-tasas de interés. Los mecanismos son más complejos y se dan en muchas dimensiones. Pero el impacto es potencialmente más grande, y aún más persistente que el efecto de la deuda, ya que las transiciones demográficas continúan por décadas.

Hay dos cambios demográficos que operan a través de una gran cantidad de países. Primero, la longevidad ha aumentado y es esperado que continúe aumentando en el futuro. Segundo, la fertilidad ha disminuido.

Esto nos lleva a cambios persistentes en las variables demográficas clave. En primer lugar, el crecimiento poblacional es más lento; y segundo y más importante, el crecimiento en la cantidad de gente en edad de trabajar está desacelerándose más rápidamente que el de la población en general.

Un aumento en la longevidad, sin un aumento equivalente en la edad de retiro, nos hace querer ahorrar más, ya que nuestros ahorros nos tendrán que mantener por más tiempo. Un aumento en los ahorros deseados, empuja las tasas de interés real hacia la baja.

Un menor crecimiento en la población en edad de trabajar significa que necesitamos menos capital. Menos trabajadores requieren menos edificios y equipos; cada unidad de capital se vuelve menos productiva. Hay, entonces, una reducción en la inversión deseada, nuevamente empujando la tasa de interés real hacia abajo. El hecho que haya un aumento en el número de retirados, relativo al número de trabajadores (el ratio de dependencia), significa que tendremos más personas con menos tasas de ahorro (ya que los retirados generalmente ahorran menos) y menos gente con mayores tasas de ahorro (trabajadores que sí ahorran). El efecto total produce una disminución en los ahorros y empuja la tasa de interés real al alza.

Los efectos económicos de la demografía son claramente complejos, pero hay algunos argumentos que

sugieren que el efecto combinado podría empujar las tasas de interés reales a la baja, y existe la posibilidad de que el efecto sea considerablemente grande. Además, los efectos demográficos son muchos más lentos que los efectos de la deuda, por lo que el impacto en las tasas de interés reales puede ser de más largo plazo.

3. Distribución del Ingreso

La tercera D es para la Distribución del ingreso, este es el más especulativo de los tres argumentos.

Nuestro entendimiento de los efectos totales de la diferencia en la distribución del ingreso y la riqueza está aún en pañales, pero el trabajo hasta ahora sugiere que importa mucho. Por ejemplo, aunque ha sido reconocido desde hace tiempo que la política monetaria puede tener efectos distributivos, el modelo de “libro de texto” la ha modelado exclusivamente a través de la sustitución intertemporal del agente representativo. Utilizando un marco de trabajo mucho más amplio, Aucler (2015) dice que el canal de redistribución puede ser importante para explicar por qué el consumo agregado reacciona a cambios transitorios en las tasas de interés. Si las consideraciones distributivas son de primera importancia para entender la transmisión monetaria, entonces, grandes cambios en la distribución del ingreso y la riqueza debieran tener consecuencias para la política monetaria.

Hay mucha evidencia microeconómica sobre la baja propensión marginal a gastar de las personas adineradas. Al dirigir recursos económicos hacia aquellos que son más propensos a ahorrarlos, la desigualdad de ingresos también podría estar empujando hacia el alza los ahorros deseados. Rachel y Smith (2015) nos dicen, por medio de cálculos simples, que un incremento de 7 puntos porcentuales en la parte del ingreso nacional que va hacia el 5% más rico, podría tener un efecto neto en los ahorros de 2 puntos porcentuales. Solo este cambio podría empujar las tasas de interés reales un 0.5% hacia arriba.

Este es solo un cálculo de equilibrio parcial. Recientes trabajos que intentan responder al tema del incremento en la desigualdad en equilibrio general, sugieren un efecto negativo en las tasas de interés real, y además un potencial papel en explicar la lenta recuperación económica, cuando se combina con el efecto de las tasas de interés cercanas a su límite inferior.

El efecto potencial de los cambios en la redistribución del ingreso va mucho más allá de los efectos en la composición del ahorro. Como señalan Kumhof y Ranciere (2010), un incremento en la desigualdad puede reforzar el incremento en la deuda, cuando los hogares de menor ingreso tratan de mantener el crecimiento de su consumo, a pesar de tener un débil crecimiento en su ingreso. Kumhof y Ranciere también muestran que han sido los hogares de menor ingreso los que han llevado a un aumento en la deuda. Cuando hay conciencia de que la caída en el ingreso es persistente, la deuda acumulada será percibida como muy alta, y los hogares tratarán de desapalancarse, disminuyendo aún más el ingreso por un período sostenido, más allá del impacto causado por la desigualdad de ingreso.

4. Implicaciones de política

Los modelos estándar para análisis de política monetaria no están diseñados para analizar los efectos mencionados. Dichos modelos toman en cuenta a un agente representativo de vida infinita, un estado estacionario determinístico y muchos otros supuestos simplificadores.

¿Se utilizan estos supuestos porque creamos en ellos? No. Se utilizan porque hacen los modelos más versátiles y amigables. Recientemente ha habido muchos avances en modelos que abandonan estos supuestos simplificadores. Pero estos aún están muy lejos de ser utilizados en un modelo de pronóstico trimestral. Mientras tanto, debiéramos enfocarnos en todo aquello que pueda quedar fuera de nuestros modelos simplificados, y qué ideas nos pueden proveer esos modelos más complejos, aunque no sean parte de las herramientas regulares.

Los modelos de agente representativo implican que, por diseño, la deuda no es importante, no hay efectos demográficos y no hay distribución de ingreso. Las 3 D no se toman en cuenta en los modelos estándar, no porque haya un análisis riguroso que concluya que así es, sino porque se ha asumido que así es. No es sorprendente que haya tantos economistas batallando para hacer sentido a las bajas tasas de interés utilizando dichos modelos.

Un estado estacionario determinístico significa que la dinámica del modelo es conducida por *shocks* temporales, luego de los cuales las variables del modelo regresan a donde estaban. Hacia donde convergen,

típicamente no es explicado por el modelo. Más aún, es fácil aprender cómo funciona la economía, ya que el resto de variables está estable. Entonces, asumir que conocemos los parámetros del modelo muy bien es un supuesto razonable. Si tomamos en cuenta las 3 D, estos supuestos están obviamente equivocados, las variables pueden moverse a través de tendencias de décadas sin sufrir *shocks*, y el pasado puede ser una guía terrible para predecir el futuro.

Muchas de las características de los modelos aún son válidas. Las tasas de política aún son influenciadas por el crecimiento de corto plazo, este aún presenta desaceleraciones y esto aún afecta a la inflación. Los pasos clave en el canal de transmisión no se han perdido. Pero, ¿a qué tasa de crecimiento convergerá la economía luego de que los efectos de la política monetaria se disipen? ¿Dónde terminemos en el mediano plazo también estará influido por dicha política? En estas preguntas, las 3 D juegan un papel muy importante.

La primera implicación es: No hay que confiar en que el futuro se verá como el pasado. Los modelos de agente representativo y estado estacionario determinístico, siempre pronosticarán el futuro como se vio el pasado. No son de utilidad para respondernos cuestiones sobre los cambios de muy largo plazo en las tasas de interés y el crecimiento. Confiar en estos modelos para analizar cómo se verá la economía dentro de algunos años es muy arriesgado. Pronosticar reversiones inexorables a los estados estacionarios puede llevar, no solo a errores persistentes de pronóstico, sino también a serios errores de política.

La segunda implicación es: Debemos prepararnos para la posibilidad de que las tasas de interés se mantengan por debajo de su nivel histórico por un largo tiempo. Esta necesidad de paciencia se refuerza por la asimetría que, según creo, enfrentamos en la política monetaria. Creo que nuestra habilidad como banco central de estimular el gasto es menor a nuestra habilidad para restringirlo, dado el límite inferior efectivo de las tasas de interés y el hecho que la compra de activos es un sustituto imperfecto para los recortes de tasa. Debemos tomar en consideración el hecho que no podemos responder a las malas noticias, tan efectivamente como respondemos a las buenas noticias.

5. Conclusión

Se ha argumentado que los cambios en la deuda, la demografía y la distribución del ingreso podrían alterar persistentemente la relación entre las tasas de interés y el crecimiento, en horizontes de años o incluso de décadas.

La economía podría no revertirse a sus niveles promedio precrisis de crecimiento y tasas de interés. Pero muchos de los modelos que utilizamos en análisis de política regresan a dichos niveles, ya que los efectos persistentes de las 3 D son dejados fuera por definición.

Para un nivel dado de crecimiento, las tasas de interés real podrían mantenerse significativamente más abajo que en el pasado. Esto debe hacer que seamos pacientes antes de subir las tasas de interés.

