

Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración de Nelson Vera

Febrero 15 de 2012

Estrategias Monetarias: ¿Inflación Objetivo o Anclaje Vía PIB Nominal?

La semi-separación entre el crecimiento del mundo emergente (promediando un 6.2% anual durante 2007-2011) respecto del crecimiento del mundo desarrollado (un 0.8% anual) ha planteado un dilema en el uso de las estrategias monetarias. Mientras el mundo emergente acentúa sus éxitos en el anclaje de las expectativas de inflación a través del esquema de Inflación Objetivo (IO), el mundo desarrollado (especialmente Japón y Estados Unidos) discute revivir el enfoque de anclaje vía PIB-nominal (el cual fracasó rotundamente durante los años ochentas).

Por ejemplo, Krugman y Christina Romer opinan que el enfoque de PIB-nominal resultaría útil para evitar que los riesgos recesivos del mundo desarrollado se conviertan en riesgos de deflación, tal como ocurrió en la Gran Depresión (1929-1933). Poner en la mira (conjunta) inflación y crecimiento del PIB-real (= PIB-nominal) tendría la ventaja de evitar trampas de liquidez a través de mayor flexibilidad monetaria. De hecho, se afirma que si Japón hubiera adoptado este esquema una década atrás, no habría cometido el error de elevar prematuramente sus tasas de interés, abortando la recuperación. El error del Banco Central del Japón habría consistido en leer más inflación que crecimiento en el PIB-nominal, luego irse directamente a la meta de PIB-nominal hubiera evitado dicha confusión.

Sin embargo, en opinión de Anif esa receta de PIB-nominal puede resultar conveniente para países avanzados en su fase recesiva, pero sería un error abandonar el IO exitoso en los países emergentes en los momentos actuales. Por el contrario, el mundo emergente debe profundizar su esquema de IO, llevándolo a la siguiente fase de complementación con las políticas macroprudenciales, lo cual hemos denominado IO-C, ver *Revista Carta Financiera* No. 156 de Oct-Dic. 2011.

De hecho, este tránsito del IO hacia el IO-C (apropiado para la fase de aceleración del crecimiento del PIB-real y de la profundización financiera en el mundo emergente) parece estar siendo complementado con un "twist" del esquema de PIB-nominal hacia algo que podría llamarse el PIB-nominal-plus, aplicado en el mundo desarrollado. En efecto, este último esquema "plus" consiste en la estrategia que recién acaba de

Continúa

Director: Sergio Clavijo
 Con la colaboración de Nelson Vera

anunciar el Fed de los Estados Unidos: no sólo está dispuesto a mantener su tasa-repo nominal en cero, por un período muy prolongado (hasta finales del 2014), sino que está presto a inyectar liquidez masiva (QE3) si el desempleo continúa elevado y (añadimos nosotros) los riesgos de la “retracción crediticia” amenazan nuevamente con un viraje hacia una deflación (como la de 2009).

Como se ve, la estrategia “plus” de anclaje vía PIB-nominal denota una situación de desespero con la prolongada recesión en el mundo desarrollado, mientras la consolidación del IO-C señala una favorable fase de consolidación del mundo emergente. La lección es obvia: ¡si el IO-C no luce dañado, pues no intente arreglarlo!

Ya hemos explicado en otras ocasiones cómo la transmisión del anclaje y del canal crediticio ocurre de forma mucho más fluida a través del IO-C que de las “metas monetarias intermedias” o del anclaje vía PIB-nominal (ver cuadro adjunto). Está comprobado, en el laboratorio anti-inflación del mundo emergente, que la descomposición del crecimiento del PIB-nominal (crecimiento real e inflación) es un concepto mucho más difícil de digerir para el ciudadano común y para las firmas que el simple anclaje numérico de las expectativas de inflación que provee el IO-C. Colombia es un caso ilustrativo de éxito: tras décadas de inflación promedio del 22%, con varianza del 6% anual, la estrategia de IO aplicada por el BR durante 1994-1999 (sin flotación cambiaria) y durante 2000-2012 (con flotación cambiaria) nos ha comprado un claro éxito al haber metido al país al rango de inflación de largo plazo del 2-4% anual durante 2010-2011, ver *Comentario Económico del Día* 8 de septiembre de 2010. Profundizar este éxito requiere continuar su complementación con el IO-C, reforzando las políticas macroprudenciales, y no escuchar errados “cantos de sirena” de anclajes PIB-nominal, inapropiados para estas fases de consolidación financiera.

Inflación Objetivo Comprensiva (IO-C) vs. anclaje vía PIB nominal
 (Grado de efectividad)

	IO-C	PIB-Nominal
Estimulación de demanda agregada en tiempos de crisis	Media	Alta
Control volatilidad del producto	Media	Alta
Control volatilidad de la inflación	Alta	Baja
Anclaje de Expectativas	Alta	Baja
Entendimiento por parte del público	Alta	Baja
Trayectoria probada en estabilidad macroeconómica	Si	No

Fuente: elaboración Anif.