

Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Nelson Vera y Daniel Beltrán

Octubre 16 de 2019

Inflación-Objetivo: ¿Metas rango o promedio?

El Fed ha venido revisando su marco conceptual sobre política monetaria, tras haber pasado de esquemas de metas “implícitas” durante los años noventa hacia metas “explícitas” bajo la Inflación-Objetivo (IO) de la última década. Actualmente, bajo el liderazgo del Sub-director Richard Clarida, se vienen discutiendo las ventajas y desventajas de alejarse de metas puntuales y moverse hacia metas que miren la inflación promedio dentro de un ciclo determinado. En particular, esa discusión se pregunta por cuál de esos esquemas (metas de inflación “puntual” vs. “promedio”) está mejor posicionado para optimizar el mandato dual del Fed que busca balancear la contención de la inflación y la promoción del empleo.

El mundo pos-Lehman ha mostrado dificultades para alcanzar la “normalización monetaria” y regresar a niveles de inflación en el rango 2%-3% anual en Estados Unidos. Además, los cambios demográficos y tecnológicos nos han sorprendido al contribuir a una sustantiva reducción de la tasa de desempleo hacia valores del 3.5%-4%, cuando se creía que tasas de desempleo inferiores al 4.5% acelerarían la inflación por encima del 3% anual. En este sentido parece haberse roto el paradigma de la llamada “curva de Phillips-dinámica” que relaciona los ciclos del desempleo con los de la inflación, generando “nuevas reglas económicas” (ver *The Economist, the world economy's strange new rules*, 11 de octubre de 2019).

Se tienen entonces dos hechos macroeconómicos dignos de estudio: i) el aplanamiento de la llamada Curva de Phillips; y ii) agotamiento del espacio contra-cíclico de la política monetaria.

Frente al tradicional esquema de IO, se han buscado nuevos instrumentos como los denominados: desempleo objetivo, PIB-nominal objetivo o niveles de precios objetivo (no sus variaciones), en realidad variantes de las discusiones de los años ochenta.

Tal vez la novedad radica en la llamada Inflación Objetivo Promedio (IOP), la cual busca cumplir metas de inflación en promedios de 1- 2 años (vs. las metas puntuales del IO). Por ejemplo, las variaciones promedio del índice PCE (uno de los preferidos por el Fed) han estado bordeando el 1.5% anual, lo cual implicaría entrar a “sobre-estimular” temporalmente la demanda agregada para elevar dicho promedio hacia, digamos, un 2% anual.

Esa “sobre-estimulación” debe tener en cuenta la problemática de la Curva de Phillips (arriba explicada). Los planteamientos de Summers iban en esta dirección al señalar el “estancamiento secular”; mientras que los de la Sra. Yellen, Ex-Directora del Fed, lo hacían desde la óptica de los mercados laborales. Por ejemplo, a pesar de que la tasa de desempleo se ha reducido por debajo del 5% en los últimos 24 meses, los salarios han venido creciendo solo al 1% real anual, en vez del 3% que sugieren los ciclos históricos anteriores.

Múltiples hipótesis han surgido para explicar dicho aplanamiento de la Curva de Phillips (ver gráfico adjunto): i) el anclaje de las expectativas de inflación a bajos niveles; ii) la alta competencia y la modernización tecnológica de las cadenas globales de valor; y iii) los excesos de ahorro provenientes de Asia (ver *Informe Semanal* No. 1447 de febrero de 2019).

Continúa

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Nelson Vera y Daniel Beltrán

En la coyuntura actual de desaceleración global, durante 2019-2020, el problema es aún más complejo. De una parte, la política monetaria contracíclica ha partido de niveles bajos de tasas de interés (2.5% en diciembre 2018), luego será imposible replicar el impacto histórico que se tenía cuando se partía de tasas del 5%. De otra parte, el principal problema no tiene que ver con los costos de fondeo, sino con la incertidumbre que está generando sobre la inversión la prolongada guerra comercial entre China y Estados Unidos, ahora extendiéndose hacia Europa.

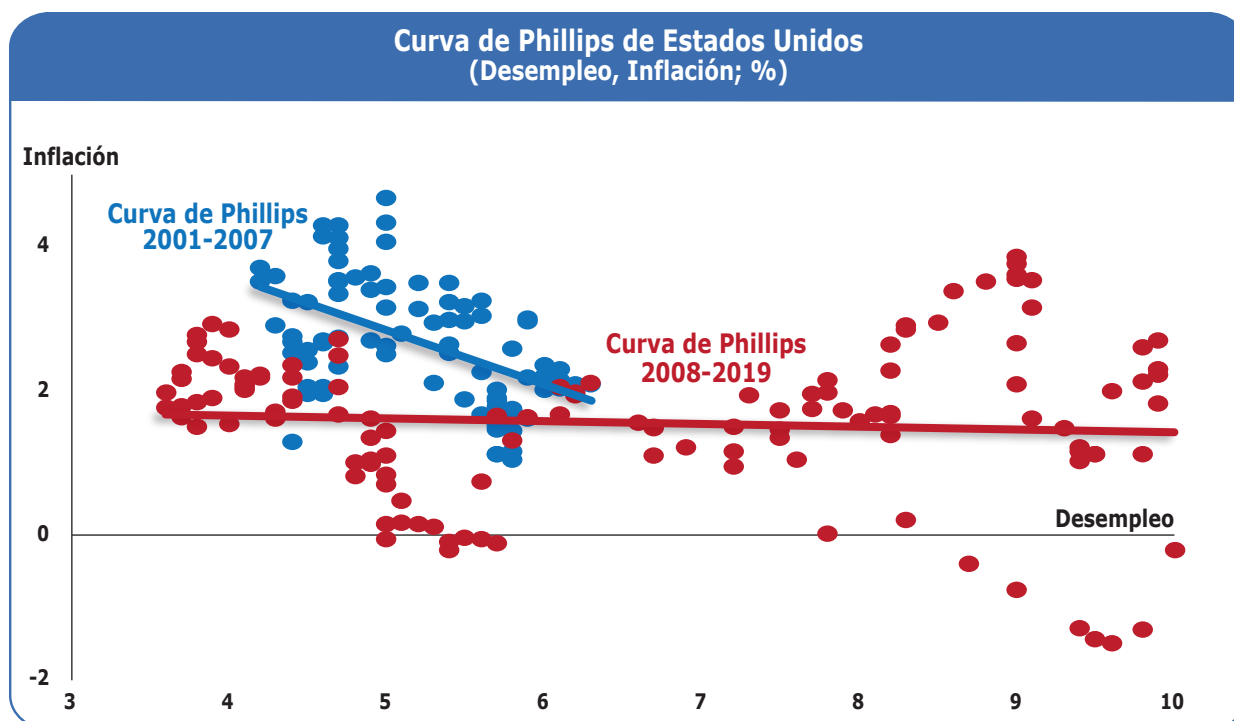
Recordemos que, hacia el mediano plazo, una política monetaria aún más laxa arriesga con agravar tres problemas financieros: i) estrechamiento de los márgenes financieros bancarios; ii) escalamiento de los créditos corporativos apalancados (*leveraged-loans*); y iii) rentabilidades cada vez más bajas en los fondos de pensiones globales (ver *Informe Semanal* No. 1474 de agosto de 2019).

¿Qué tanto impacto tendría una política monetaria guiada por la IOP? Claramente ello no sería la panacea frente a las complejidades globales (antes

señaladas). Frente a una Curva de Phillips plana, el riesgo es llegar a tener saltos inflacionarios sorprendidos que lleguen a requerir fuertes incrementos en la tasa del Fed a futuro. De ser así, la llamada “razón de sacrificio” monetario se incrementaría, tal como le ocurrió a Volcker en los años ochenta.

En síntesis, la política monetaria está en una encrucijada a nivel global por cuenta de un bajo nivel de “munición” contracíclica (tanto a nivel cuantitativo como cualitativo). La política monetaria está teniendo dificultades para adaptarse. Probablemente, la revisión del esquema-operativo del Fed no conduzca a ningún cambio sustantivo, pero es útil estar buscando alternativas como la IOP.

En ausencia de la guerra comercial global, es probable que la “normalización monetaria” se hubiera podido acomodar con el esquema existente de Inflación Objetivo Comprensiva, al tener en mente también el impacto sobre los mercados financieros para evitar burbujas. Lo que está claro es que los Bancos Centrales no pueden cargar solos con todo el peso de la política-económica (El-Erian, 2014, *The Only Game in Town*).



Fuente: cálculos Anif con base en Bureau of Labor Statistics.