

Misterios de la política monetaria

10 de julio de 2019

Líneas abajo presentamos un interesante análisis de Robert Barro (profesor de economía de Harvard University), sobre el impacto del control del tipo de interés nominal a corto plazo, en particular la tasa de fondos federales de la FED, para controlar la inflación.

Una política iniciada en los gobiernos de Nixon y Ford, llevada al extremo con Paul Volcker (en la FED) con Reagan, que permitió controlar el aumento de inflación en EEUU, llevando la tasa de interés de la FED hasta niveles de 22% anual.

Desde entonces la inflación se ha mantenido en niveles de 1.5 a 2%.

Una lección muy importante para el Perú, que no hace mucho sufrió los embates de la hiperinflación.



Project Syndicate

Jul 4, 2019

ROBERT J. BARRO

CAMBRIDGE - Uno de los hechos notables de la historia económica de la posguerra es la domesticación de la inflación en Estados Unidos y muchos otros países lograda desde mediados de los ochenta. Antes de eso, la tasa de inflación en Estados Unidos (según el deflactor de gastos de consumo personal) fue del 6.6% anual en promedio durante los setenta, y superó el 10% en 1979-1980.

A principios y mediados de los setenta, los presidentes Richard Nixon y Gerald Ford intentaron contener la inflación con una desacertada combinación de controles de precios y exhortaciones, sumados a una moderada restricción monetaria. Pero entonces llegó el presidente Jimmy Carter, quien tras mantener por algún tiempo esta estrategia, en agosto de 1979 designó a Paul Volcker como presidente de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Con Volcker, la FED empezó poco después una política de subir el tipo de interés nominal a corto plazo a cualquier nivel que fuera necesario para bajar la inflación.

Volcker, con respaldo del presidente Ronald Reagan después de enero de 1981, se aferró a esta estrategia, pese a una intensa oposición política, y en julio de ese año la tasa de política monetaria llegó a un máximo de 22%. La política funcionó: la inflación anual se redujo marcadamente a un promedio de apenas 3.4% entre 1983 y 1989. La FED había cumplido con creces lo que más tarde se conocería como principio de Taylor (o, más correctamente, principio de Volcker), según el cual los aumentos de la tasa de política monetaria superan a los aumentos de la tasa de inflación.

Desde entonces, el principal instrumento de política monetaria de la Fed ha sido el control del tipo de interés nominal a corto plazo, en particular la tasa de fondos federales. Cuando después de la crisis financiera de 2008 el poder de la Fed sobre el tipo de interés a corto plazo se vio disminuido (porque la tasa de fondos federales se acercó al límite inferior aproximado de cero), la Fed agregó a aquel instrumento la transmisión de señales de trayectoria futura (*forward guidance*) y la flexibilización cuantitativa (FC).

A juzgar por la tasa de inflación en Estados Unidos durante las últimas décadas, la política monetaria de la Fed funcionó de maravillas. La inflación ha sido 1.5% anual en promedio desde 2010, ligeramente por debajo de la meta explícita de la Fed (2%), y sorprendentemente estable. Y sin embargo, la pregunta es cómo se logró. ¿Estuvo la inflación contenida porque todos pensaban que si subía muy por encima de la franja del 1.5 al 2%, la Fed respondería con una suba de tasas mucho mayor?

La influencia de variaciones de la tasa de política monetaria sobre la economía ha sido objeto de numerosas investigaciones. Por ejemplo, en un trabajo publicado en 2018 por Emi Nakamura y Jón Steinsson en el *Quarterly Journal of Economics*, se halló que un *shock* monetario contractivo (una suba imprevista de la tasa de fondos federales) aumenta los rendimientos de los títulos del Tesoro durante unos tres a cinco años, con un efecto máximo a los dos años. (Los resultados para *shocks* expansivos son simétricos.) La mayoría de estos efectos se aplican al tipo de interés real (ajustado por inflación), y se manifiestan tanto en los bonos indexados como en los convencionales. El efecto de un *shock* contractivo sobre la inflación prevista es negativo, pero de magnitud moderada, y sólo se siente después de tres a cinco años.

Si bien por convención los aumentos inesperados de la tasa de política monetaria suelen catalogarse como contractivos, Nakamura y Steinsson hallaron que la previsión de crecimiento económico para el año posterior a una suba de tasas inesperada en realidad es mayor. Es decir, un aumento de tasas pronostica *más* crecimiento, y una disminución, *menos* crecimiento. La causa probable de esta pauta es que la Fed suele aumentar las tasas cuando recibe información de que la economía está mejor de lo esperado, y las rebaja cuando sospecha que está peor de lo que se pensaba.

En el mismo trabajo también se halló que un aumento imprevisto de la tasa de política monetaria es malo para el mercado de acciones (y viceversa), lo cual se condice con ideas arraigadas de muchos comentaristas financieros, por no hablar del presidente de los Estados Unidos, Donald Trump. Los autores calculan que una rebaja imprevista de 50 puntos básicos a la tasa aumenta el índice bursátil S&P 500 más o menos un 5%, aun cuando la previsión de crecimiento del PIB real disminuya. La razón probable es la disminución del rendimiento real esperado de instrumentos financieros alternativos, como los bonos del Tesoro, en los 3 a 5 años siguientes. Este efecto tasa de descuento supera la incidencia negativa de la disminución

prevista de las ganancias futuras reales sobre la cotización de las acciones.

Pero una vez más, el enigma es cómo puede la Fed mantener una inflación estable del orden del 1.5 al 2% anual usando una herramienta de política cuyo efecto al parecer es débil y opera con retardo. La suposición sería que si la inflación superara considerablemente la franja de 1.5 a 2%, la Fed iniciaría aumentos drásticos del tipo de interés nominal a corto plazo como los que aplicó Volcker a principios de los ochenta, y esos cambios tendrían un efecto negativo importante y acelerado sobre la inflación. Asimismo, si la inflación cayera muy por debajo de la meta, tal vez hasta territorio negativo, la Fed aplicaría una baja marcada de tasas (o, si ya hubiera llegado al límite inferior de cero, usaría políticas expansivas alternativas) y esto tendría un efecto positivo importante y acelerado sobre la inflación.

Según esta idea, la amenaza creíble de que la Fed responda con medidas extremas le habría evitado en la práctica repetir las políticas de la era Volcker, y desde entonces, la asociación entre variaciones de la tasa y la inflación fue moderada, pero la posibilidad hipotética de cambios drásticos fue más potente.

Francamente, esta explicación no me convence. Es como decir que la inflación está contenida porque sí. Y no hay duda de que un factor clave es que la inflación real y la esperada hayan sido *simultáneamente* bajas: son gemelas íntimamente relacionadas. Pero esto es sugerir que la política monetaria detrás del actual nivel bajo y estable de la inflación real y de la esperada seguirá funcionando hasta que, de pronto, ya no funcionará más.

Esto me deja con el deseo de tener una mejor comprensión de la relación entre política monetaria e inflación. También con el deseo de que los responsables de la política monetaria la comprendan mejor que yo. Habrá sin duda muchos lectores que digan que el segundo deseo ya fue concedido. Esperemos que tengan razón.

Traducción: Esteban Flamini

Robert J. Barro is Professor of Economics at Harvard