

Análisis Económico

Desinflación sin recesión profunda: el gran reto de la Fed

Arnulfo Rodríguez
28 junio 2022

- Desde la década de los 70 no se había visto un incremento tan fuerte en los niveles de inflación de los Estados Unidos. Si bien existen algunas similitudes entre aquella época y la actual como la mayor inflación de alimentos y productos energéticos, la Fed de ese entonces no era verdaderamente independiente y solía favorecer la expansión del empleo en perjuicio de la inflación.
- La falta de credibilidad de la Fed de la década de los 70 hizo más costosa la reducción de la inflación. De las recesiones económicas históricamente inducidas por la Fed desde 1965, las más costosas corresponden a las que comenzaron en 1973, 1980 y 1981 con contracciones en el PIB de 2.7%, 2.2% y 2.1%, respectivamente.
- La Fed prevé un incremento de dos puntos porcentuales en la tasa de fondos federales para reducir la inflación de 8.6% (observada en mayo de 2022) a 2.2% a finales de 2024, una tasa desempleo que pasará de 3.6% a 4.1% en el mismo lapso y una moderación en el crecimiento económico a poco menos de 2.0% para 2022-24.
- No obstante, si la curva de Phillips se desplazó hacia fuera después de la pandemia y los trabajadores están logrando compensar gran parte de la mayor inflación de los últimos meses, una tasa de desempleo mayor a 4.1% muy probablemente será necesaria para reducir la inflación significativamente.
- En los próximos meses la Fed tendrá como prioridad la estabilidad de precios para evitar una costosa pérdida de credibilidad que pudiera posteriormente implicar una significativa contracción económica para controlar la inflación.
- Un aterrizaje suave continúa siendo posible y altamente probable, aunque será más difícil lograrlo si los factores determinantes de la inflación la hicieron más persistente.

La trayectoria alcista de la inflación en Estados Unidos y muchas otras geografías que se ha observado desde 2021 tiene su explicación en diversas fuentes. Entre ellas destacan las siguientes: incrementos en los precios de algunos insumos causados por cuellos de botella en cadenas globales de suministro y puertos marítimos, cambios en la composición de la demanda inducidos por la pandemia hacia más bienes que servicios, la normalización de la demanda por servicios después de las fuertes disrupciones causadas por la pandemia, cuantiosos estímulos fiscales en algunas economías avanzadas para impulsar la demanda de los hogares y choques negativos de oferta en ciertas materias primas como consecuencia de la guerra entre Rusia y Ucrania.

Ante el rápido ascenso de la inflación en 2021, funcionarios de la Fed sostenían que la aceleración de la inflación era de naturaleza transitoria y que regresaría a niveles aceptables más pronto que tarde. Pero no fue así y, en diciembre del año pasado, la Fed reconoció que el fenómeno de elevada inflación resultó más persistente de lo que había previsto. Este viraje hacia una postura monetaria menos acomodaticia pronto empezó a incidir en mayores tasas de

interés a lo largo de la curva de rendimientos. Este impacto sobre las tasas de interés de mediano y largo plazo es necesario para lograr una mayor efectividad de la política monetaria para el control de la inflación.

Desde la década de los 70 no se había visto un incremento tan fuerte en los niveles de inflación de los Estados Unidos. Si bien existen algunas similitudes entre aquella época y la actual como la mayor inflación de alimentos y productos energéticos, la Fed de ese entonces se había convertido en un instrumento de la Casa Blanca para favorecer la expansión del empleo en perjuicio de la inflación y, por lo mismo, no era propiamente un banco central independiente.¹

En las décadas de los 60 y 70 prevalecía la influencia de los economistas Paul Samuelson y Robert Solow, quienes decían que una tasa de desempleo de 3.0% podía obtenerse con niveles no muy altos de inflación de 4.0% a 5.0%.² Ellos erróneamente pensaban que se podía decidir qué nivel de inflación tolerar para lograr cierta tasa de desempleo en el largo plazo. Ahora se sabe que la curva de Phillips de largo plazo es vertical porque la política monetaria no tiene ningún efecto sobre la tasa natural de desempleo. Es decir, intentos deliberados por reducir la tasa de desempleo de largo plazo solo propiciarían mayores niveles de inflación.

La falta de credibilidad de la Fed de la década de los 70 hizo más costosa la reducción de la inflación en términos de PIB y empleo.³ Con la excepción de las recesiones económicas de 2008 y 2020 que no fueron necesariamente inducidas por un apretamiento monetario sino por otras circunstancias, Blinder (2022) señala que los periodos con los mayores costos (en términos de PIB) desde 1965 corresponden a las recesiones que comenzaron en 1973, 1980 y 1981 con contracciones en el PIB de 2.7%, 2.2% y 2.1%, respectivamente. Cabe mencionar que las recesiones de 1973 y 1981 duraron seis trimestres, la mayor longitud para una recesión propiciada por la política monetaria de la Fed desde 1965. Por su parte, la tasa de desempleo aumentó de 4.8% a 8.3% y 7.4% a 10.7%, respectivamente. Estos dos incrementos en la tasa de desempleo son los de mayor magnitud para una recesión inducida por el banco central estadounidense desde 1965.

Los aumentos en la tasa de fondos federales de 13 puntos porcentuales (entre enero de 1977 y abril de 1980) y 10 puntos porcentuales (entre julio de 1980 y enero de 1981) hicieron posible que la inflación anual bajara del pico de 14.8% alcanzado en marzo de 1980 a 3.9% en diciembre de 1984. En esta ocasión, ¿será suficiente el incremento previsto por la Fed de dos puntos porcentuales en la tasa de fondos federales para reducir la inflación de 8.6% (observada en mayo de 2022) a 2.2% a finales de 2024? De acuerdo con la Fed, este apretamiento monetario elevaría la tasa de desempleo del nivel actual de 3.6% a 4.1% a finales de 2024 sin inducir una recesión económica.

¹ De Long (1996) señala que ante la ausencia (al inicio de la década de los 70) de un mandato de la Fed para combatir la inflación mediante la inducción de una significativa recesión, su independencia tanto del poder ejecutivo como del resto del gobierno era meramente teórica. También comenta que es difícil imaginar una Fed verdaderamente independiente sin la lección histórica de la década de los 70.

² Mishkin (2011) dice que este pensamiento económico probablemente haya contribuido al activismo fiscal y monetario de esa época, el cual generó niveles de empleo, en retrospectiva, insostenibles.

³ Erceg y Levin (2003) construyen un modelo que explica muy bien la persistencia de la inflación y los relativos altos costos de producción de la desinflación durante el periodo de Paul Volcker al frente de la Fed. Ellos argumentan que la falta de credibilidad en la Fed se tradujo en la percepción de una reducción temporal en el objetivo de inflación, prevaleciendo un efecto anti-Fisheriano que incrementó significativamente las tasas de interés y contrajo fuertemente la producción. Posteriormente la percepción dio un viraje cuando los agentes económicos se dieron cuenta que la desinflación de Volcker iba en serio, convenciéndose de que la reducción en el objetivo de inflación era permanente. Esto dio lugar a un efecto Fisheriano que permitió que las tasas de interés y la inflación descendieran mientras la producción regresaba a su potencial.

El optimismo de la Fed muy probablemente esté basado en la credibilidad que ha ganado en los últimos 40 años por haber controlado la inflación en niveles bajos y estables.

La Fed planea combatir la inflación mediante acciones de política monetaria que impliquen solamente una moderación en el crecimiento económico a poco menos de 2.0% para 2022-24. No obstante, esta previsión no parece ser congruente con la evidencia empírica que asocia recesiones económicas con incrementos de 50 puntos base o más en la tasa de desempleo (regla de Sahm). La posibilidad de que la curva de Phillips se haya desplazado hacia fuera después de la pandemia y que los trabajadores estén logrando compensar gran parte de la mayor inflación de los últimos meses podría reflejarse en mayores presiones sobre los precios provenientes del pujante mercado laboral.⁴ Si lo anterior se cumpliera, una tasa de desempleo mayor a 4.1% muy probablemente sería necesaria para reducir la inflación significativamente.⁵

Valoración

Si bien los precios de las materias primas podrían estabilizarse en niveles relativamente altos y ciertos cuellos de botella podrían ir desapareciendo con el paso del tiempo, considero que la Fed endurecerá cautelosamente su postura monetaria hasta donde sea necesario para reducir la inflación significativamente y así evitar una costosa pérdida de credibilidad que pudiera posteriormente implicar una significativa contracción económica para controlar la inflación. No obstante, también tendrá que estar lista para detener el apretamiento monetario en caso de que la economía se debilite considerablemente. Un aterrizaje suave continúa siendo posible y altamente probable, aunque será más difícil lograrlo si los factores determinantes de la inflación la hicieron más persistente.

Referencias

- Abraham, K. G. y Medoff, J. (1982). Unemployment, Unsatisfied Demand for Labor, and Compensation Growth, 1956–80. Documentos de Brookings sobre Actividad Económica, núm. 1 (junio), pp. 49–88.
- Blanchard, O. (2022). Why I worry about inflation, interest rates, and unemployment. Serie del PIIE sobre inflación.
- Blinder, A. (2022). Landings Hard and Soft: The Fed, 1965-2020. Discusión en la Markus' Academy de la Universidad de Princeton, 11 de febrero de 2022.
- De Long, J.B. (1996). America's Only Peacetime Inflation: The 1970s. Documento NBER Histórico 84. NBER, Cambridge, Mass.
- Erceg, C. y Levin, A. (2003). Imperfect credibility and inflation persistence. *Journal of Monetary Economics* 50, pp. 915–944.
- Mishkin, F. (2011). Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis. Documento de trabajo 16755. NBER, Cambridge, Mass.

⁴ Blanchard (2022) menciona que la curva de Phillips pudo haberse desplazado después de la pandemia y que el supuesto de que los salarios no persiguen a la inflación podría no ser válido cuando esta se encuentra en niveles relativamente altos. Asimismo, Abraham y Medoff (1982) señalan que una parte significativa de los desplazamientos hacia fuera de la curva de Phillips en la década de los 70 se explica por desplazamientos hacia fuera de la curva de Beveridge. Datos recientes demuestran que esta última curva se desplazó hacia fuera para el periodo de abril de 2020 a abril de 2022 (ver artículo *The Fed's flawed plan to avoid a recession* en la revista *The Economist*).

⁵ Para que la tasa de desempleo de 4.1% pudiera tener algún impacto negativo sobre la inflación, la tasa de desempleo que no acelera la inflación (NAIRU) tendría que ubicarse en su nivel prepandémico de 4.0% o por debajo. No obstante, si la pandemia dejara cicatrices duraderas en el mercado laboral, la NAIRU se quedaría por encima de su nivel prepandémico y haría necesaria una mayor tasa de desempleo para disminuir la inflación.

AVISO LEGAL

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento se proporciona en el Reino Unido únicamente a aquellas personas a quienes puede dirigirse de acuerdo con la Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001 y no es para su entrega o distribución, directa o indirecta, a ninguna otra clase de personas o entidades. En particular el presente documento únicamente se dirige y puede ser entregado a las siguientes personas o entidades (i) aquellas que están fuera del Reino Unido (ii) aquellas que tienen una experiencia profesional en materia de inversiones citadas en el artículo 19(5) de la Order 2001, (iii) a aquellas con alto patrimonio neto (High net worth entities) y a aquellas otras a quienes su contenido puede ser legalmente comunicado, incluidas en el artículo 49(1) de la Order 2001.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA Bancomer y el resto de entidades del Grupo BBVA que no son miembros de FINRA (Financial Industry Regulatory Authority), no están sujetas a las normas de revelación previstas para dichos miembros.

"BBVA Bancomer, BBVA, y sus sociedades afiliadas, entre las que se encuentra BBVA Global Markets Research están sujetas a la Política Corporativa del Grupo BBVA en el ámbito de los Mercados de Valores. En cada Jurisdicción en la que BBVA desarrolla actividades en los mercados de valores, la Política se complementa con un Reglamento Interno de Conducta el cual complementa a la Política y en conjunto con otros lineamientos se establecen medidas para prevenir y evitar conflictos de intereses con respecto a las recomendaciones emitidas por los analistas entre las que se encuentran la separación de áreas. La Política Corporativa se puede consultar en el sitio: www.bbva.com / Gobierno Corporativo / Conducta en los Mercados de Valores"