



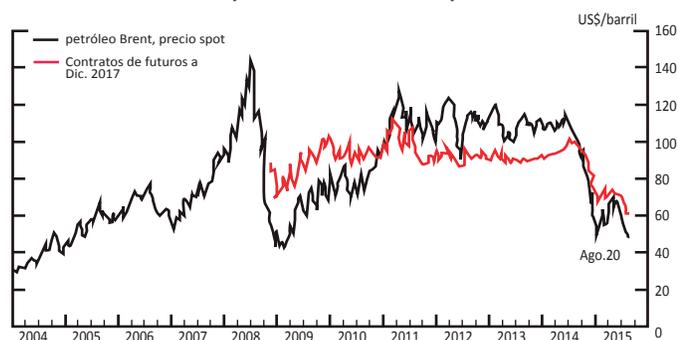
Evolución de la inflación de los Estados Unidos de América¹

Este documento se enfoca en las fuerzas, domésticas y externas, que han mantenido la inflación baja en los Estados Unidos, y algunas de las consecuencias del desarrollo reciente, principalmente en el ámbito internacional.

A pesar de que la economía estadounidense ha continuado recuperándose y el mercado laboral se aproxima a su objetivo de pleno empleo, la inflación ha permanecido persistentemente por debajo del 2 por ciento. Esto ha sido especialmente cierto recientemente, debido a que la caída de los precios del petróleo en el último año, de casi 60 por ciento, se trasladó a la inflación a través de los precios de las gasolinas y otros artículos de energía incluidos en el índice.

La caída en los precios de la energía ocurrida el año pasado debería ser un evento de una sola vez, y no una caída continuada.

Figura 1. Precios del petróleo crudo y futuros (Frecuencia semanal)



Nota: Los datos para los contratos de futuros a diciembre 2017 empiezan a partir del 14 de noviembre de 2008. Fuente: NYMEX

Es decir, mientras que los mercados de futuros indiquen que se espera que el nivel de precios del petróleo se mantenga muy por debajo de los niveles observados a principios del 2014, los mercados no esperarán que los precios del petróleo bajen aún más, por lo que su influencia en mantener la inflación baja debería ser temporal. Sin embargo, las medidas de inflación subyacente, las cuales ignoran tales movimientos transitorios en los precios,



también se han mostrado relativamente bajas durante la recuperación económica. Es decir, así como la inflación total, la inflación subyacente puede variar de alguna manera, especialmente en frecuencias mayores a variaciones de 12 meses. Por otra parte, cabe destacar que la inflación subyacente no excluye totalmente los gastos en alimentos y energía, ya que los cambios en estos precios afectan los costos de las empresas y tienen un efecto traspaso hacia los productos no energéticos.

Evidentemente, la actual holgura económica es una de las razones por la cual la inflación subyacente se ha mantenido baja. Si bien se ha logrado un gran progreso considerando el hecho de que, hace siete años, se comenzó con una tasa de desempleo del 10 por ciento, lo cual garantizaba un largo periodo de alto desempleo, con expectativas inflacionarias aparentemente estables, se esperaría una reducción gradual de dicha holgura, asociada con menores presiones deflacionarias. Por lo tanto, manteniendo estas condiciones, se esperaría que tanto la inflación total como la subyacente se dirijan de manera más notable hacia el objetivo del 2 por ciento. Sin embargo, aún no se ha visto alguna evidencia clara de que la inflación subyacente se mueva al alza en los últimos años. Este hecho ayuda a considerar un punto importante: mientras mucha evidencia apunta a que, por lo menos, algún rol actual de la holgura económica ayuda a explicar los movimientos en la inflación, esta influencia se estima típicamente de manera muy modesta en magnitud y que podría ocultarse fácilmente por otros factores.

Contenido

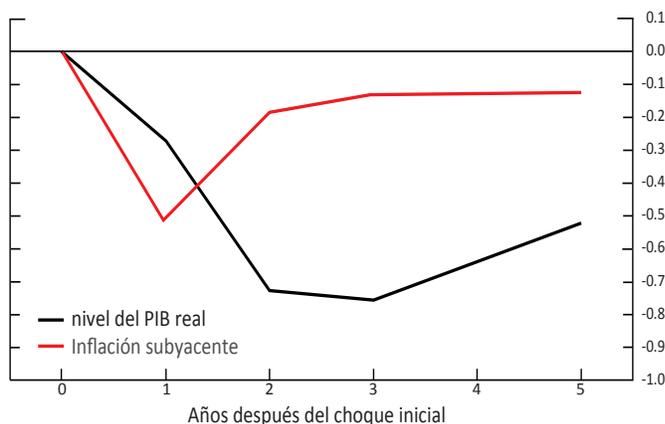
1. Evolución de la inflación de los Estados Unidos de Américap. 1
2. Políticas monetarias no convencionales y los efectos derrame transfronterizos p. 3

¹ Traducción libre y resumen del documento "U. S. inflation developments". Remarks at the FED of Kansas City Economic Symposium. Jackson Hole, Wyoming. S. Fisher, Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal de los Estados Unidos, agosto 2015. Elaborada por Eva María de León Fajardo, analista del Departamento de Investigaciones Económicas, Banco de Guatemala.

En primera instancia, como ya se señaló, la inflación subyacente puede, en cierta medida, ser influenciada por los precios del petróleo. Sin embargo, un efecto mayor proviene de las variaciones en el valor del tipo de cambio del dólar, por lo que el alza del dólar en el último año es una razón importante por la cual la inflación se ha mantenido baja. Un valor más alto del dólar se traduce en precios de importación más bajos, manteniendo así la inflación en niveles bajos, ya sea porque dichas importaciones forman parte del consumo final, o porque ayudan a disminuir los costos de las empresas en general. Adicionalmente, un aumento en el dólar frena el crecimiento de la demanda agregada y la actividad económica en general, por lo que también tiene un efecto en la inflación a través de ese canal más indirecto.

Para tener una idea de la duración y la magnitud de los efectos del tipo de cambio sobre la inflación y el producto, la figura 2 ilustra la simulación de una apreciación del dólar en un 10 por ciento, basado en uno de los modelos utilizados por la Reserva Federal de los Estados Unidos.² El efecto traspaso estimado de los precios de las importaciones hacia la inflación de precios al consumidor se produce con relativa rapidez, con efectos que se vuelven evidentes a partir del primer trimestre, y la mayor parte del efecto global ocurre dentro de un año. Por el otro lado, la porción de los efectos del dólar en la inflación que se transfiere a través del canal de la actividad económica en general ocurre con una considerable cantidad de rezagos. En el modelo presentado, la apreciación tiene su mayor efecto en el crecimiento del producto interno bruto (PIB) hasta el segundo año después del choque. Por lo tanto, es posible pensar que el alza del dólar en el último año podría frenar el crecimiento del PIB real a lo largo de 2016, así como, quizás de 2017. El alza en el dólar desde mediados de 2015, de cerca del 17 por ciento en términos nominales, adicionado al decremento asociado de los precios de las importaciones no petroleras, podría, muy probablemente, estar manteniendo baja la inflación subyacente de manera muy notable durante el 2015.

Figura 2. Simulaciones del modelo de una apreciación del dólar de 10 por ciento



Fuente: Cálculos del personal de la Reserva Federal de los Estados Unidos usando el modelo SIGMA.

Los precios de los *commodities* diferentes del petróleo son también de importancia para la inflación de los Estados Unidos. Los precios de los metales y otras materias primas industriales, así como productos agrícolas, se ven afectados en gran medida por el desarrollo fuera de los Estados Unidos, y la suavización que se ha visto en estos precios ha reflejado en parte una desaceleración de la demanda de China y otros lugares. Estos precios probablemente también han sido un factor que ha mantenido baja la inflación de los Estados Unidos.

La dinámica con la cual todos estos factores afectan a la inflación depende crucialmente del comportamiento de las expectativas inflacionarias. Una característica notable del actual entorno económico es que las expectativas de inflación de largo plazo en los Estados Unidos han permanecido estables en general desde finales de los años 90. La fuente de tal estabilidad está abierta a debate, pero el hecho que la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) ha mantenido la inflación relativamente baja y estable por tres décadas debe ser parte importante de la explicación. Las expectativas que no son estables, sino que siguen a la inflación por arriba o por debajo, permiten que esta vaya a la deriva de forma persistente. Recientemente, los movimientos de la inflación han tendido a ser transitorios. Por ejemplo, se podría haber esperado que la Gran Recesión generara una espiral de precios de salarios a la baja, sin embargo esto no sucedió. Por lo tanto, la estabilidad de las expectativas de inflación ha prevenido que la inflación caiga por debajo de su objetivo más de lo ya ocurrido, además ha permitido al Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) mirar a través de algunos choques de inflación al alza, sin comprometer la estabilidad de precios.

Sin embargo, se debe ser cauteloso al afirmar que las expectativas de inflación han permanecido estables. Una de las razones es que las medidas de compensación de la inflación en el mercado de bonos del Tesoro han descendido levemente desde mediados del año 2015. Aun así, estos movimientos pueden ser difíciles de interpretar, ya que a veces pueden reflejar factores distintos a las expectativas de inflación, como cambios en la demanda de liquidez sin precedentes de los valores nominales de estos bonos.

² Para mayor información de este modelo, ver Christopher Erceg, Luca Guerrieri, and Christopher Gust (2006), "SIGMA: A New Open Economy Model for Policy Analysis," *International Finance Discussion Paper Series 2005-835* (Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, January).

Director	Producción
Oscar Roberto Monterroso S.	Sergio A. Hernández R. Leonel Enrique Dubón Q.
Consejeros	Edición
Antonieta Gutierrez	Juan Francisco Sagüí Argueta
Rómulo Oswaldo Divas M.	Arte y Diagramación
Coordinador	Juan Manuel Colorado H.
Ivar Ernesto Romero Ch.	Pedro Marcos Santa Cruz L.

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.

Adicionalmente, en relación a las expectativas de inflación es posible consultar los resultados de la Encuesta de Proyecciones Económicas (SEP, por sus siglas en inglés), la cual completan brevemente los participantes del FOMC previo a las reuniones de marzo, junio, septiembre y diciembre. En la encuesta de junio de 2015, la tendencia central de las proyecciones de los participantes del Comité sobre la inflación –basada en el índice de precios del gasto de consumo personal (PCE, por sus siglas en inglés)– fue de 1.3 por ciento a 1.4 por ciento para finales de 2015, de 1.6 por ciento a 1.9 por ciento, para finales del 2016, y de 1.9 por ciento a 2.0 por ciento para 2017.

Naturalmente, la decisión de política monetaria de la Reserva Federal de los Estados Unidos no proviene de un procedimiento mecánico, sino que está basada en el conjunto de los números reportados en la encuesta de empleo y en el buen juicio de los miembros del comité sobre la inflación futura. Adicionalmente, se analizan medidas de desempleo que incluyen, por ejemplo, tasas de desempleo de adultos mayores o de aquellos que trabajan medio tiempo, por razones económicas; así como es de interés la tasa de participación. En el caso del ritmo inflacionario, se analiza el crecimiento del índice PCE y la definición del concepto de inflación subyacente.

Al tomar las decisiones de política monetaria, la Reserva Federal de los Estados Unidos está más interesada en conocer hacia dónde se dirige la economía de los Estados Unidos, que de dónde viene. Por ello es necesario considerar el estado general de la economía del país, así como la influencia de las economías extranjeras, para obtener un juicio de cómo cambiar la política monetaria. Actualmente, se sigue más de cerca que lo usual, el desarrollo de la economía china y sus efectos potenciales reales sobre otras economías.

La Reserva Federal de los Estados Unidos ha respondido apropiadamente a la inflación baja y el debilitamiento de la economía en los años recientes tomando una postura de política altamente acomodaticia. Al comprometerse a fomentar el crecimiento de la inflación hacia el objetivo del 2 por ciento, se mejora la credibilidad de la política monetaria y se ayuda a mantener la continuada estabilidad de las expectativas de inflación. Para alcanzar los objetivos de pleno empleo y estabilidad de precios, y para garantizar que estos objetivos se siguen cumpliendo con el transcurrir del tiempo, se deberá proceder de manera cauta al normalizar la postura de política monetaria. A efectos de alcanzar los objetivos de política, es importante considerar toda la trayectoria de las tasas de interés, más que fijarse únicamente en el primer incremento.

Con la inflación baja se podrá eliminar de forma gradual la postura acomodaticia actual. No obstante, debido a que la política monetaria afecta a la actividad real con un rezago considerable, no se deberá esperar hasta que la inflación regrese a 2 por ciento para empezar una política más restrictiva. Si en algún punto se considera que existe riesgo de que la economía llegue a sobrecalearse, la estrategia se deberá seguir apropiadamente con rapidez para hacer frente a esa amenaza. Lo mismo aplicaría si la economía se debilita de forma inesperada.

Finalmente, así como existen influencias internacionales sobre las condiciones económicas en los Estados Unidos, cuando la Reserva Federal restringe su política, también esta afecta a otras economías. Los objetivos de la Reserva Federal de los Estados Unidos están definidos en términos de los fines económicos para la propia economía de los Estados Unidos, sin embargo, alcanzando dichos objetivos, manteniendo un entorno macroeconómico estable y robusto, también se estará ayudando de la mejor manera a la economía global.

Políticas monetarias no convencionales y los efectos derrame transfronterizos¹

Edwin Felipe Morales Cañ

Introducción

La llamada Gran Recesión –como se le denominó a la recesión provocada por la crisis financiera a finales de 2008– a diferencia de la Gran Depresión de la década del 30 (siglo XX) dio lugar a que los bancos centrales de ciertas economías tuvieran y pudieran actuar, lo cual es una gran avance en el área económico-financiera. Del período de la Gran Recesión se puede aprender mucho y toca hacer la respectiva investigación para obtener hallazgos. Sin embargo, a continuación se darán algunas de las observaciones preliminares.

1. La efectividad de las políticas monetarias no convencionales

Desde el 2008 muchas de las economías –como las de Estados Unidos de América, Inglaterra, Zona Euro y Japón, entre otras– experimentaron una contracción de la demanda agregada y largas diferencias y persistentes entre el PIB y el PIB potencial, lo que

llevó a los hacedores de política a reducir significativamente las tasas de política, con el propósito de no perder de vista el objetivo de inflación y el pleno empleo, al punto de casi alcanzar la denominada Zero Lower Bound (o límite inferior cero).

Con estas tasas de interés de política cercanas a cero, los hacedores de política han tenido que recurrir a técnicas denominadas políticas monetarias no convencionales. La evidencia en aquellas economías que adoptaron estas técnicas indica que las políticas monetarias no convencionales pueden ser eficaces en escenarios donde las tasas de interés casi han alcanzado el Zero Lower Bound, pues operan a través de canales muy similares al de las políticas monetarias convencionales.

Trabajos como el de Engen, Laubach y Reifschneider (2015) indican que las políticas no convencionales han impulsado los niveles de empleo y de inflación en las economías, aun cuando las tasas de interés de política ya son bajas. Mientras las políticas convencionales operan directamente sobre las tasas de interés *overnight*, y estas a su vez ejercen influencia indirecta en las tasas de interés de largo plazo, las políticas no convencionales tienen influencia directa en la disminución de tasas de retorno de los activos de largo plazo.

¹ Resumen del documento “*Unconventional Monetary Policy and Cross-Border Spillovers*” elaborado por Lael Brainard (2015)

² Analista económico de la Sección de Investigación Económica Aplicada del Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de Guatemala

A pesar de tener ciertas diferencias en la forma en que funcionan las políticas no convencionales y las convencionales, los canales a través de los cuales se propagan son similares. Además de dichos canales, se ha afirmado que existe un efecto indirecto a través de un “Canal de señalización”, y esto es debido a que las políticas no convencionales, como la compra de activos, ayudan a reforzar la orientación hacia adelante, al ayudar a dar forma a las expectativas sobre la trayectoria futura esperada de la tasa de fondos federales.

2. El efecto derrame de la política monetaria no convencional

El análisis indica que los efectos de derrame de una economía sobre otra, como resultado de implementación de políticas no convencionales, son similares a los de las políticas convencionales. Además, como se mencionó, también se propagan por los mismos canales de transmisión Bowman et al (2014), Rogers et al (2014).

Esto es, cuando los hacedores de política monetaria de una economía responden con una política no convencional, como un relajamiento del tipo *Quantitative Easing (QE)*, ante un shock económico negativo, esto apoya a la demanda interna, lo que a su vez ayudará a un alza en las exportaciones. El segundo canal es el que sucede cuando, dada la relajación, esto puede conducir a una depreciación del tipo de cambio del país, el cual a su vez produce un intercambio entre los gastos domésticos por las exportaciones.

El tercer canal se da cuando, dado que se ha implementado una política de relajamiento, esto facilita las condiciones financieras de ese país, y dependiendo del grado de integración con el mercado internacional, provocar una flexibilización financiera en los mercados financieros internacionales.

La magnitud de los efectos de derrame entre economías de cada uno de los canales de transmisión, dependen del tamaño del país, que está aplicando la política no convencional, así como del peso que representa dicho país en los mercados financieros internacionales.

3. Efectos de estar cerca del Zero Lower Bound

El autor indica que una de sus conjeturas es que la percepción generalizada de que la política monetaria no convencional tiene derrames grandes, puede ser un reflejo de la discontinuidad asociada con cambios discretos de política en el límite inferior cero, junto con una mayor incertidumbre sobre la función de reacción de la política, en lugar de las diferencias en los canales de transmisión. Cuando las tasas de política están en un rango ligeramente por encima del límite inferior cero, la mayor parte de los principales bancos centrales enfrentan un rango relativamente estrecho de opciones en un marco relativamente familiar de la toma de decisiones.

4. Coordinación internacional de las políticas monetarias no convencionales

Dado el nivel de integración de las economías en esta era globalizada, surgen intensos debates sobre derrames transfronterizos sobre la política monetaria no convencional durante la crisis, provocando ello convocatorias para la coordinación global de la política monetaria para evitar acciones de empobrecer al vecino que podrían socavar el crecimiento a nivel mundial.

Por ello en 2013 el Grupo de los Siete (G-7) adoptó un conjunto de compromisos más limitados y alcanzables. Cada miembro se comprometió a que sus ajustes de política monetaria no convencional, y convencional, se orienten al cumplimiento de sus respectivos objetivos nacionales utilizando instrumentos nacionales, y no se dirigieran con base en tipos de cambio.

Con este acuerdo se aseguró que las acciones en las principales economías avanzadas se diseñaran para ofrecer un apoyo a la demanda interna, lo que apoyaría a su vez a la demanda mundial.

5. Implicaciones para Estados Unidos de América

Aunque tradicionalmente los Estados Unidos de América ha sido visto más como una fuente de efectos de desbordamientos transfronterizos debido a políticas monetarias no convencionales, los recientes acontecimientos han demostrado que las condiciones económicas y financieras de dicha economía pueden ser sensibles a los efectos secundarios de las otras economías avanzadas, así como de las principales economías de mercados emergentes.

6. Conclusiones

La Gran Recesión provocó acciones innovadoras en varios países, las cuales han ayudado a la política monetaria a escapar de las restricciones del límite inferior cero. En este aspecto parece que la política monetaria no convencional puede proporcionar una herramienta a nivel nacional similar a la política monetaria convencional, dado que los efectos derrame transfronterizos trabajan a través de los mismos canales que lo hace la política monetaria convencional.

No obstante, la discontinuidad de los cambios discretos de política alrededor del límite inferior cero puede amplificar los efectos de derrame. Sin embargo, los países –tomando en cuenta dicha sensibilidad en torno a estos efectos secundarios– han implementado la política no convencional pero comprometiéndose a hacerlo de una manera que se dirige a objetivos nacionales utilizando instrumentos nacionales, lo que implica que sus acciones les ayudarán no solo en sus economías, sino que además dichas acciones apoyan a la vez a la demanda mundial.

7. Bibliografía

- Bowman, D., Londono, J., & Sapriza, H. (2014). U. S. Unconventional Monetary Policy and Transmission to Emerging Market Economies. *Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers*.
- Brainard, L. (2015). Unconventional Monetary Policy and Cross-Border Spillovers. “*Unconventional Monetary and Exchange Rate Policies*”, 16th Jacques Polak Annual Research Conference, *International Monetary Fund*.
- Engen, E., Laubach, T., & Reifschneider, D. (2015). The Macroeconomic Effects of the Federal Reserve’s Unconventional Monetary Policies. *Finance and Economics Discussion Series, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Washington, D. C.*
- Rogers, J., Scotti, C., & Wright, J. (2014). Evaluating Asset-Market Effects of Unconventional Monetary Policy: A Cross-Country Comparison. *Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers*.