



¿Por qué están las tasas de interés tan bajas? Causas e implicaciones¹

Edwin Felipe Morales Cal ²

Introducción

En este documento se hace un resumen de lo expuesto por Stanley Fischer en la junta de gobernadores de la Reserva Federal en el Club de Economistas de Nueva York, el pasado octubre. En esta reunión se expuso acerca de los causantes e implicaciones de tener actualmente, en la economía de Estados Unidos, tasas de intereses tan bajas. Según Fischer, el subir las tasas de interés, dada la coyuntura del momento, no es algo tan sencillo, debido a que esto no responde tanto a herramientas sobre las cuales la Reserva Federal pueda tener control, como lo puede ser innovaciones tecnológicas y demográficas, pero si se podrían realizar algunos cambios en la economía, como la mejora de confianza de los inversionistas o reformas de política fiscal, las cuales podrían ayudar a subir las tasas.

1. ¿Por qué están las tasas de interés tan bajas?

Actualmente la mayoría de bancos centrales están focalizando su política monetaria en disminuir las tasas de interés, inclusive han llegado al punto algunos bancos de tener tasas de interés negativas. En muchos países las tasas de interés de largo plazo, también están significativamente bajas, lo cual se traduce en que los participantes de los mercados financieros están con la expectativa que las tasas continúen bajas en los próximos años.

Hay tres razones por las cuales deberíamos de preocuparnos, respecto a tener tasas de interés bajas. La primera y más preocupante es que tasas de interés bajas son una señal de que las perspectivas para el crecimiento de largo plazo de la economía son oscuras. Y unas perspectivas de crecimiento de largo plazo deprimido ponen presión sobre mantener bajas las tasas de interés.



La segunda razón es que tasas de interés bajas hace que la economía sea más vulnerable a choques adversos que la puedan poner en recesión, o la también denominada *zero lower bound* (aunque ahora dado que hay varios países que tienen tasas negativas, se le denomina *effective lower bound*). Cuando las tasas están cerca de dicha *effective lower bound*, los bancos centrales, ante la presencia de un escenario de recesión, estarán limitados en la herramienta de tasa de interés para combatir dicha recesión. Aun cuando existen las herramientas de política monetaria no convencional, estas no son alternativas sustitutas perfectas de las políticas monetarias convencionales.

La tercera razón es que tasas de interés bajas pueden también amenazar la estabilidad financiera, en el sentido que algunos inversionistas, en busca de mejores rendimientos, dejarán a las instituciones financieras sin capacidad de tener un amortiguador (*buffer*) de capital adecuado.

La Reserva Federal mantiene las tasas de interés tan bajas, para lograr alcanzar su política dual de mantener un nivel de empleo sostenible y una estabilidad de precios congruente. Dicha tasa de interés de equilibrio está tan baja, por las siguientes razones.

Contenido

1. ¿Por qué están las tasas de interés tan bajas?
Causas e implicaciones.....p. 1
2. Riesgos alrededor del pronóstico..... p. 3

¹ Resumen del documento "Why are interest rates so low? Causes and implications" elaborado por Stanley Fischer (2016), según su charla impartida en la junta de gobernadores del sistema de la Reserva Federal en el Club de Economistas de Nueva York.

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

Para entender este contexto, primero pensemos que la tasa de interés real es el precio que logra el equilibrio entre la oferta de ahorro con la demanda de inversión. En este contexto, las tasas de interés bajas pueden estar explicadas ya sea por un estímulo en el ahorro o por una contracción en la inversión, o ambos. Se busca entonces el punto en el cual la inversión se equilibra con los ahorros cuando la economía está a pleno empleo.

Se han identificado cuatro fuerzas que han afectado el balance entre la inversión y el ahorro en los años recientes, las cuales son:

1. Proyecciones de crecimiento económico
2. Incremento en el promedio de edad de la población
3. Débil inversión
4. Desarrollos en el sector exterior

Para medir el impacto que estas fuerzas tienen sobre las tasas de interés de equilibrio de largo plazo, se utilizaron los modelos econométricos de la Reserva Federal, modelos que incluyen un amplio rango de factores adentro de su estructura.

Entre los factores afectando el crecimiento económico están las ganancias en productividad y el crecimiento de la fuerza laboral. Específicamente respecto a las ganancias en productividad, esta ha sido pobre en los últimos 10 años (1.25% de crecimiento), comparado con períodos previos y esto es, según Robert Gordon y John Fernald, debido a la disminución en la innovación, la cual persistirá por cierto tiempo. Un ritmo de innovación menor se traduce en menos oportunidades en las cuales invertir, lo cual empujará hacia abajo la demanda de inversión. Asimismo, un menor

crecimiento de productividad reduce las proyecciones de ingresos futuros, lo cual disminuye el gasto en consumo en el presente e incrementa a su vez la demanda de ahorro. Respecto al crecimiento de la fuerza laboral, se ha visto en los últimos años que esta ha disminuido, lo cual se sumará a tener un menor crecimiento económico futuro.

Este punto de vista es consistente con las proyecciones de la FOMC (*Federal Open Market Committee*), en el cual el valor de la media del crecimiento del PIB real en el largo plazo es de 1.75%, el cual dentro de las simulaciones del modelo, sugiere un recorte eventual de 120 puntos básicos en las tasas de equilibrio de largo plazo de los fondos federales.

Respecto al incremento del promedio de edad en la población, ocasionará un incremento en el ahorro por parte de las familias, esto debido a que el grupo que se está acercando al retiro, es un grupo que tiene como característica tener una tasa de ahorro por encima del promedio. Un estudio reciente de la Reserva Federal sugiere que el efecto del envejecimiento de la población a través del ahorro está presionando, hacia abajo, al equilibrio de largo plazo de la tasa de fondos federales en 75 puntos básicos.

En lo concerniente al débil ritmo de inversión de los últimos años, a pesar de los bajos niveles de tasas de interés, las simulaciones con el modelo indican que este déficit en la inversión deprimirá el equilibrio de largo plazo de la tasa de fondos federales, en aproximadamente 60 puntos básicos.

La inversión puede estar baja por varias razones, una de ellas es por la incertidumbre percibida por los inversionistas que los hace más precavidos. Otra posibilidad es que la economía de Estados Unidos se ha vuelto menos intensa en capital comparada con otras décadas.

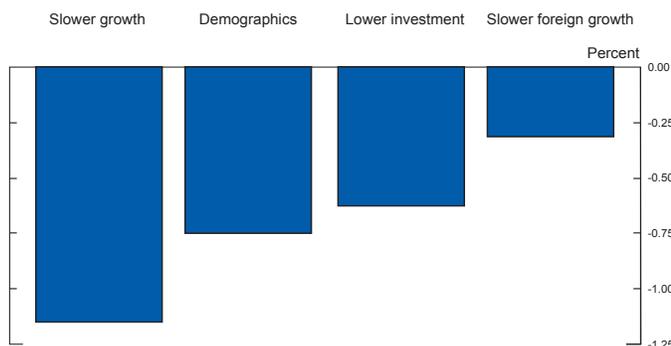
Por último, los desarrollos en el exterior, específicamente las tasas de interés en el exterior se han estado deprimiendo por las mismas razones por las cuales se han deprimido en Estados Unidos. Las perspectivas de crecimiento han sido similares a las bajas perspectivas para Estados Unidos. Estas bajas tasas de interés en el exterior, puestas en el modelo de la Reserva Federal, ponen presión al alza sobre el tipo de cambio del dólar americano, lo que implica una disminución en las exportaciones netas. Además, según el modelo, para compensar los efectos de la reducción de las perspectivas del crecimiento en el exterior, similares a las que se tienen para Estados Unidos, sería necesario una reducción en la tasa de fondos federales de aproximadamente 30 puntos básicos.

La figura 1 muestra los efectos de los cuatro factores explicados.

Director	Producción
Oscar Roberto Monterroso S.	Sergio A. Hernández R. Leonel Enrique Dubón Q.
Consejeros	Edición
Antonieta Gutierrez	Juan Francisco Sagüí Argueta
Edgar Rolando Lemus R.	
	Arte y Diagramación
Coordinador	Juan Manuel Colorado H.
Ivar Ernesto Romero Ch.	

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.

Figura 1. Efectos en la tasa de interés de equilibrio de largo plazo de los fondos federales de Estados Unidos



Fuente: Fischer (2016)

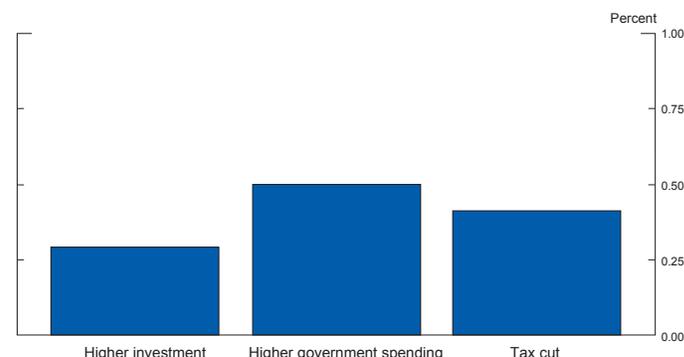
Ahora ya en este punto donde se ha analizado las posibles fuentes de donde provienen las fuerzas que están logrando tener las tasas de interés bajas, podríamos preguntarnos: ¿Qué puede contribuir a incrementar las tasas de interés de equilibrio de largo plazo?

Primero, una mejora en la confianza de los inversionistas o de los denominados por Keynes “espíritus animales” (*animal spirits*), esto daría una mejora en la tasa de interés de equilibrio. En la figura 2, la primera barra muestra el efecto que tiene un incremento de la inversión en el sector de negocios (equivalente al 1% del PIB) sobre la tasa de fondos federales de equilibrio de largo plazo, este es de aproximadamente 30 puntos básicos.

Segundo, tal como se plasma en los libros de texto, una expansión fiscal podría elevar las tasas de interés de equilibrio. En ese sentido, en la figura 2, en las barras 2 y 3, se puede observar que en el modelo econométrico un incremento en el gasto de gobierno del 1% del PIB se traduce en un aumento de 50 puntos básicos de la tasa de interés. Por otro lado, un recorte del equivalente del 1% del PIB en

recaudación de impuestos, se traduce en un incremento de 40 puntos básicos en la tasa de interés de largo plazo.

Figura 2. Efectos en la tasa de interés de equilibrio de largo plazo de los “espíritus animales” y de la Política Fiscal



Note: Shocks scaled to 1 percent of gross domestic product.
Source: Calculations by Federal Reserve Board staff based on simulation results from the Board’s FRB/US model. Details are provided in the appendix.

Fuente: Fischer (2016)

Cabe aclarar que los resultados econométricos obtenidos son de un modelo en particular; sin embargo, otro modelo podría haber arrojado resultados distintos; empero, los resultados obtenidos son intuitivamente acertados e inclusive acordes con la teoría básica de los modelos IS-LM de los libros de texto.

2. Bibliografía

Fischer, S. (2016). Why are interest rates so low? causes and implications. *Board of Governors of the Federal Reserve System* (págs. 1-8). New York: Economic Club of New York.

Board of Governors of the Federal Reserve System. (October 2016). *FRB/US Model, Board of Governors*. Obtenido de <https://www.federalreserve.gov/econresdata/frbus/us-models-package.htm>

Riesgos alrededor del pronóstico¹

Ninguno de los miembros del Comité de Política Monetaria (MPC, por sus siglas en inglés) parece tener una tendencia predefinida a votar por una política monetaria más o menos acomodaticia. En cambio, los diferentes miembros del MPC se centran más o menos en los diversos riesgos en torno a la comprensión actual de la economía y al pronóstico. A medida que la economía evoluciona, cada uno de los miembros actualiza constantemente estas evaluaciones y riesgos, con implicaciones directas para la manera en que se percibe la política monetaria.

El objetivo de este discurso es mostrar este desafío en el contexto del pronóstico actual. Se empieza resumiendo brevemente el pronóstico dado a conocer en el Informe de Inflación de noviembre. Luego se discuten cinco riesgos a esta evaluación de la economía –destacando los riesgos en los que la autora considera que hay un poco más de probabilidad–, pero que podrían no materializarse. Lo más importante es que se usará un análisis de escenarios para evaluar cómo estos diferentes riesgos pueden afectar la perspectiva y el camino adecuado para la política monetaria si llegan a materializarse.

El pronóstico actual

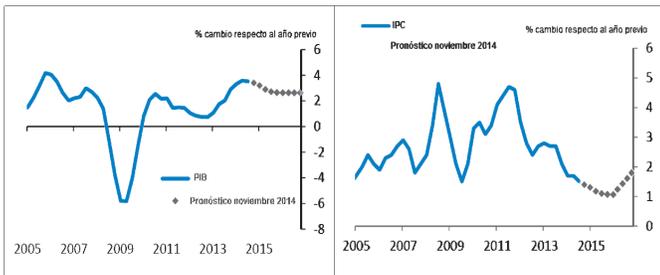
Cada trimestre el MPC presenta un informe de inflación. Esto incluye una evaluación de las condiciones ac-

¹ Elaborado por Guisela Hurtarte. Resumen y traducción libre del discurso dictado por Kristin Forbes en la cena de London & Partners, Londres 22 de enero de 2015. Kristin Forbes es miembro Externo del Comité de Política Monetaria, Banco de Inglaterra.

tuales y un pronóstico detallado de la economía para los próximos tres años. El proceso de elaboración del pronóstico es largo y parece comenzar poco después de que el último pronóstico se publica oficialmente. Estar satisfecho con un pronóstico es todo un desafío para una persona, dadas las muchas incertidumbres involucradas. Teniendo nueve individuos, con puntos de vista diferentes, estar de acuerdo puede representar un desafío aún mayor. Como resultado el objetivo es coincidir en un pronóstico que es el “mejor juicio colectivo del MPC”.

El último pronóstico se publicó a mediados de noviembre. Este análisis se centra en las predicciones de dos variables clave –crecimiento del PIB real e inflación– mostradas en la Figura 1. El análisis de escenarios que sigue, se usan estos pronósticos de noviembre como el escenario base. El escenario base del pronóstico prevé que el crecimiento del PIB disminuirá del 3.5% en 2014 a 2.9% en 2015 y 2.6% en 2016.

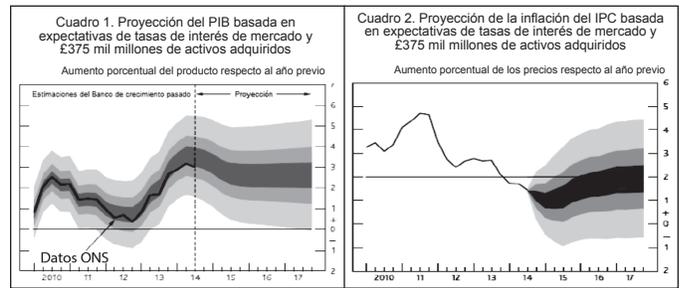
Figura 1: Pronósticos de crecimiento del PIB e inflación del Reino Unido del Informe de inflación de noviembre



Se espera que este fuerte, aunque lento, crecimiento se combine con una mejor tasa de desempleo, aunque este también está mejorando a un ritmo más lento. También se prevé que la inflación disminuirá a comienzos de 2015, debido a una combinación de los efectos rezagados de la apreciación reciente, la disminución de los precios del petróleo y de las materias primas, y la relajación de la economía. Luego la inflación aumentaría lentamente para alcanzar la meta del 2% al final del período. (Vale la pena señalar que esta previsión se hizo cuando los precios del petróleo estaban alrededor de \$80 por barril y, por lo tanto, no captura el efecto de la caída más reciente de los precios del petróleo).

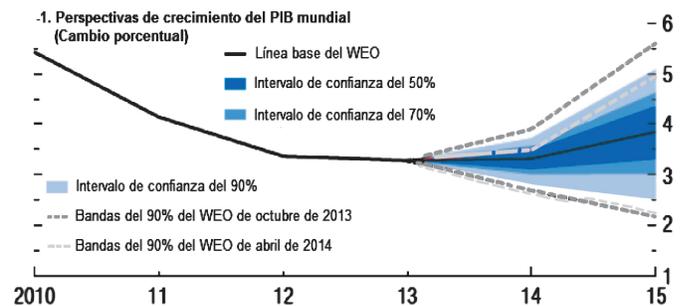
Dada la gran incertidumbre que rodea al pronóstico, especialmente las diferentes evaluaciones de los riesgos alrededor de las trayectorias para las variables clave, un componente importante del pronóstico son los gráficos de abanico o *fan chart*, los cuales muestran una gama de resultados posibles. La Figura 2 muestra ejemplos de las trayectorias del crecimiento del PIB e inflación del último pronóstico. A menudo estos gráficos de abanico resultan aún más útiles que las estimaciones centrales. Destaca la considerable incertidumbre alrededor del pronóstico por el ancho del abanico. También indican lo que se conoce como el balance de riesgos –si se cree que se ponderan más los riesgos al alza o a la baja– por el tamaño relativo de las partes superior e inferior del abanico.

Figura 2: La incertidumbre en torno a los pronósticos del Reino Unido a partir del Informe de inflación de noviembre



Sin embargo, uno de los desafíos con estos gráficos es que encarnan una gama muy amplia de escenarios posibles para las variables clave, especialmente cuando se amplía el horizonte de tiempo. Por ejemplo, a partir del informe de noviembre, se puede decir con el 90% de confianza que el crecimiento del PIB estaría entre 0 y 5.3% y la inflación sería entre -0.5 y 4.4% al final del horizonte de proyección. Estos rangos amplios no son inusuales. Por ejemplo, El FMI publica algo similar cuando produce sus pronósticos semestrales de crecimiento del PIB para la economía mundial. La Figura 3 muestra el pronóstico de octubre de 2014, en el que el FMI predijo con un 90% de confianza que el crecimiento del PIB mundial estaría entre 2.5 y 5.1% a finales de 2015. Para poner esto en contexto, el FMI estaba básicamente diciendo que solo puede predecir con un 90% de confianza que en los próximos 15 meses la economía mundial estará en una recesión o crecerá a una tasa casi un punto porcentual por encima de su tasa precrisis promedio de 4.2%².

Figura 3: La incertidumbre en torno al pronóstico global de las Perspectivas para la economía mundial del FMI



Fuente: Figura 1.11. de las Perspectivas de la economía mundial (WEO) del FMI, octubre 2014.

Estos gráficos ponen de relieve los desafíos de elaborar los pronósticos económicos, incluso para un horizonte de tiempo relativamente corto. Predecir con precisión cualquier indicador, como el crecimiento del PIB o la inflación, es bastante difícil. Predecir con precisión la interacción de muchas variables altamente inciertas es exponencialmente más difícil. Los gráficos de abanico resultantes son útiles para destacar esta incertidumbre, pero pueden dificultar la planificación. Por lo tanto, parece ser de mucha ayuda enfocarse no en todos los riesgos posibles para las perspectivas, sino centrarse en un conjunto de riesgos que podrían tener una probabilidad razonablemente alta de ocurrir.

² El FMI ha definido tradicionalmente una recesión global cuando el crecimiento real del PIB mundial anual es de 3.0% o menos.

Por lo tanto, en el resto del discurso, se desarrolla en torno a los que se perciben como cinco riesgos importantes alrededor del último pronóstico del MPC: mayor crecimiento del PIB mundial; los persistentemente más bajos precios del petróleo; efecto traspaso más rápido de la apreciación de la libra esterlina; menor oferta de mano de obra; y un crecimiento más rápido de la productividad. Al seleccionar los riesgos, no se eligen los riesgos que necesariamente tendrían el mayor impacto –como un ataque terrorista de gran escala que traiga abajo la infraestructura clave– pero que se consideran eventos de baja probabilidad. En cambio, se eligen aquellos que se consideran eventos de mayor probabilidad que pueden o no afectar significativamente el pronóstico. Se analiza cómo estos riesgos afectarían al PIB y a la inflación a mediados y finales de 2016, que es el horizonte de tiempo apropiado cuando se piensa en cómo los cambios en la política monetaria afectarán a la economía de forma rezagada.

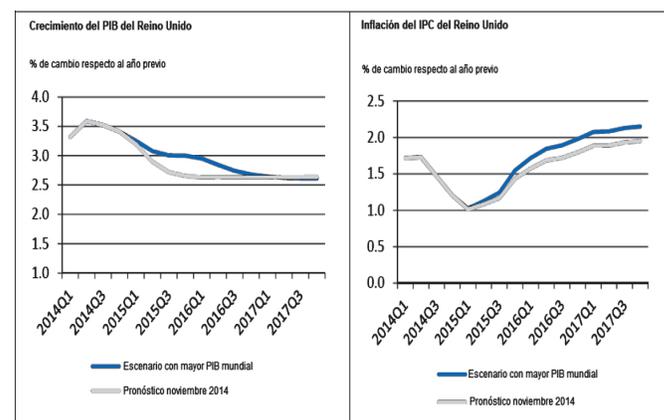
Antes de continuar, hay varios puntos importantes que resaltar para que estos resultados no se malinterpretan. Estos resultados se basan en simulaciones que utilizan un modelo estilizado. No capturan todas las complejidades e interacciones del mundo real, especialmente las relacionadas con los mercados financieros. Por consiguiente, las estimaciones no deben tomarse como exactas. En cambio se deben interpretar como dando una idea de la dirección y magnitud aproximada de los diferentes efectos con el fin de evaluar si son significativos o no. El punto del siguiente ejercicio es resaltar la evaluación de los efectos individuales de los riesgos específicos, según el criterio de la autora. Esto debería facilitar la comprensión de cómo una diferente evolución de solo uno de estos riesgos podría cambiar la visión de la economía y el camino apropiado de la política monetaria.

Riesgo 1: Mayor crecimiento del PIB mundial

El crecimiento del PIB de Estados Unidos para el tercer trimestre de 2014 se revisó al alza, de 3.5% en la primera publicación, a 5.0% sobre una base anualizada en diciembre de 2014. Aunque es poco probable que el crecimiento de EE UU continúe a ese ritmo en el cuarto trimestre, parece que los Estados Unidos se encuentran en una base más sólida para al menos el final de 2014 y principios de 2015 que en el escenario base. Aunque EE UU solo comprende el 18% del mercado de exportación del Reino Unido, sigue siendo la mayor economía y el mayor importador mundial, así que este crecimiento debería sustentar las exportaciones y la demanda en varias economías. Los Estados Unidos, y en general la economía mundial, también verá un impulso adicional al crecimiento del PIB en el corto plazo a partir de la reciente disminución en los precios del petróleo (aunque con efectos diferenciales en diferentes economías). Por supuesto, los desafíos continuos en la Zona Euro y en los mercados emergentes exportadores de petróleo también podrían socavar este sustento al crecimiento global pero, por ahora, solo nos concentraremos en lo positivo.

En un esfuerzo por evaluar el impacto, en el Reino Unido, de un mayor crecimiento en la economía estadounidense y mundial, es posible utilizar el modelo de previsión del Banco (COMPASS). Más específicamente, se inicia a partir del escenario base del Informe de inflación de noviembre (resumido en la Figura 1). Luego se modela el impacto del incremento, durante un año, en un punto porcentual en el crecimiento de la demanda global retornando al escenario base después del 2016Q1³. Esta mejora en la demanda global podría ocurrir por el mayor crecimiento del PIB de EE UU, combinado con un crecimiento mundial más fuerte a causa de los precios más bajos del petróleo, asumiendo que no hay una importante disminución sorpresa en los principales exportadores de petróleo⁴. Para las simulaciones, se asume que no existe una respuesta de política monetaria y las tasas de interés del Reino Unido continúan siguiendo la curva de mercado. La Figura 4 muestra el efecto resultante sobre el crecimiento del PIB y la inflación del Reino Unido. El impacto máximo en el crecimiento del PIB del Reino Unido es a comienzos del próximo año, con un incremento de 0.4 puntos porcentuales, pero luego se ralentiza y vuelve a la previsión del escenario base para finales de 2016. La inflación del IPC se recupera ligeramente hasta el final de 2015, y continúa recuperándose gradualmente con el tiempo, de manera que a finales de 2016 la inflación alcanza el 2.0% (con respecto al 1.8% del escenario base) y permanece por encima de la meta hasta 2017.

Figura 4: Efectos de un mayor crecimiento mundial



³ Más específicamente, el crecimiento global del PIB sería 0.5 puntos porcentuales superior en 2015Q1 y 1 punto porcentual por encima de 2015Q2 hasta el 2015Q4, luego 0.5 puntos porcentuales más alto en 2016Q1 antes de regresar a la línea base.

⁴ Dado que los EE UU es solo el 18% de la demanda global ponderada del Reino Unido, un aumento del 1% en el crecimiento del PIB de Estados Unidos solo impulsaría la demanda global ponderada del Reino Unido directamente 0.18%, pero el impacto global sobre la demanda global ponderada del Reino Unido probablemente sería mayor debido a la importancia mundial de la economía estadounidense. Por otra parte, el FMI prevé que la caída de los precios del petróleo podría impulsar la demanda mundial entre un 0.3% a 0.7% en 2015. (<http://blog-imfdirect.imf.org/2014/12/22/seven-questions-about-the-recent-oil-price-slump/#more-8706>). Un aumento del 1% a la demanda mundial es, por lo tanto, un escenario al alza que combina un crecimiento más fuerte de Estados Unidos y un crecimiento mundial más fuerte (a partir de los precios más bajos del petróleo).

Riesgo 2: Precios del petróleo permanentemente bajos

Los precios del petróleo han caído abruptamente desde que se publicó el pronóstico de noviembre, por lo que este escenario no es riesgo un “potencial” alrededor del pronóstico, sino que ya se ha materializado. En el momento en que el pronóstico de noviembre se publicó, los precios del petróleo eran de alrededor de \$80 por barril. Para el 15 de enero, estaban a \$46 por barril. Esta disminución de los precios del petróleo llevará a una redistribución del ingreso y la demanda de los exportadores netos de petróleo hacia los importadores netos de petróleo. Esto generalmente conduce a un crecimiento más alto del PIB global y a una demanda global más fuerte. Pero el impacto en el Reino Unido sería diferente que simplemente un impulso comparable a la demanda global (como se modeló arriba). Como resultado de este choque positivo en la oferta, los precios y la inflación del IPC podrían caer, en lugar de incrementarse, como ocurre con un choque de demanda positivo.

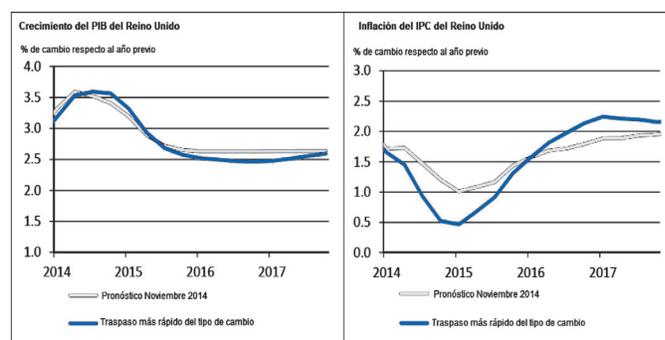
Dado que el Reino Unido es un importador neto de petróleo, es probable que la reciente caída de los precios del petróleo impulse el crecimiento del PIB y reduzca significativamente la inflación en el corto plazo. El impulso al crecimiento del PIB se espera que ocurra debido al impulso al crecimiento global, a la reducción de los costos de producción y el incremento en las utilidades, y el impulso a los ingresos reales. Pero para el contexto de esta discusión de riesgos alrededor del pronóstico, es útil resaltar el efecto más inmediato de la disminución en los precios del petróleo, sobre los precios de importación del Reino Unido y la inflación. Para hacer esto, se modela una caída en los precios de importación en el Reino Unido del 5.8%, principalmente en el cuarto trimestre de 2014 y el primero de 2015. Esta caída incorpora la caída de aproximadamente un 40% en los precios del petróleo del 1 de noviembre al 15 de enero, así como una reducción más lenta en otros precios de importación como resultado de menores costos de transporte⁵. Se ignora cualquier otro canal a través del cual la inflación se vería afectada por los menores precios del petróleo. Simulaciones de esta caída en los precios de las importaciones, resultantes de la disminución en los precios del petróleo, muestran que la inflación desciende rápidamente a principios de 2015 y para finales de ese año podrían ser 0.3 puntos porcentuales menor al escenario base (que ya incorporaba la caída en los precios del petróleo hasta noviembre). Sin embargo, este arrastre sobre el IPC desaparecería rápidamente.

Riesgo 3: Un efecto traspaso más fuerte de la apreciación de la libra esterlina

Un tercer riesgo para los pronósticos base es cómo la apreciación reciente de la libra esterlina está afectando a la economía.

En el escenario base del Informe de inflación de noviembre las estimaciones del “traspaso” de los precios de importación a la inflación no incorporan plenamente todos los efectos de equilibrio general de los movimientos de la libra esterlina. Estas estimaciones de traspaso utilizadas en el Informe de noviembre son muy prolongadas, con algunos efectos que todavía persisten cinco años después de que se mueva el tipo de cambio. Aunque esto no es inconsistente con la literatura académica, es posible que la transferencia haya ocurrido más rápidamente en los últimos años. Por lo tanto, un riesgo para el escenario base es que el traspaso de los precios de las importaciones haya sido más fuerte y más rápido que los incorporados actualmente. Para capturar este escenario, se supuso un efecto traspaso de alrededor del 80% en el primer año y que termina en 4 años⁶. La Figura 5 muestra el efecto simulado sobre el PIB británico y la inflación. Los efectos estimados sobre el crecimiento del PIB son bastante similares a los del escenario base mientras que los efectos estimados sobre la inflación son significativos. Se pronostica que la inflación caerá más rápidamente a finales de 2014 y principios de 2015, alcanzando hasta 0.5 puntos porcentuales menos que en el escenario base de noviembre. Sin embargo, la inflación rebota más rápidamente, de modo que para finales de 2016 sería más alta que en el escenario base y por encima de la meta de inflación del 2%.

Figura 5: Efectos de un traspaso más rápido de la apreciación de la libra esterlina



Riesgo 4: Menor oferta de mano de obra

Un tema que ha sido objeto de un amplio debate en el MPC es la forma correcta de asumir los supuestos adecuados para la oferta de mano de obra. Los pronósticos para la oferta de mano de obra potencial después de la crisis tienden a ser muy pesimistas. Las revisiones recientes de los datos y los resultados, sin embargo, sugieren que, si bien

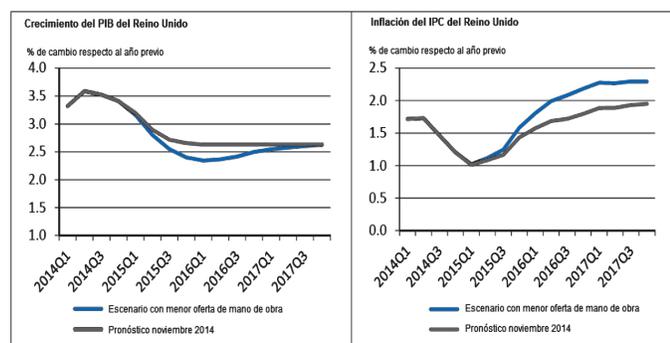
⁵ Más específicamente, suponemos que los precios del petróleo caen 25% en 2014Q4 y otro 15% en 2015Q1, con un impacto inmediato en los precios de la importación de combustibles. También suponemos que los costos de transporte representan el 5% de todos los precios de importación, y estos costos también caen un 40%, por lo que hay una disminución adicional de los precios de importación del 5% x 40% = 2%, que se distribuye a lo largo de los tres trimestres a partir de 2014Q4.

⁶ Suponemos que la canasta del IPC tiene un 36% de contenido importado, de acuerdo con las intensidades de importación publicadas en 2010 por la ONS. Esto determina en qué medida los cambios en los precios de importación afectan al IPC. El pronóstico de noviembre tiene un traspaso sustancialmente más lento que la reciente apreciación de la libra esterlina, en parte debido a la incorporación de los efectos rezagados de la depreciación de la libra esterlina en 2008. El escenario descrito no incluye estos efectos rezagados de la depreciación de 2008 (ya que asume un traspaso más rápido), que también conduce los diferentes caminos para la inflación prevista en 2013 en la figura.

se ha merecido una revisión al alza, la magnitud del ajuste a nuestros supuestos pudo haber sido demasiado optimista. Varias conversaciones recientes con las empresas en todo el Reino Unido sugieren que muchas empresas están esperando aumentar sustancialmente los salarios a comienzos de 2015, y varias empresas han manifestado su preocupación por la escasez de mano de obra calificada en ciertos sectores. Estas anécdotas pueden indicar que hay menos holgura en el mercado de trabajo de lo que se cree actualmente. Si este riesgo se materializa, la brecha del producto podría ser menor que en el pronóstico de noviembre, y manteniendo todo lo demás constante, los salarios podrían acelerarse más rápido de lo esperado.

Para evaluar cómo una menor oferta de mano de obra afecta el pronóstico, se asume un “escenario a la baja” para la oferta de mano de obra, en la que el número total de horas de trabajo deseadas aumenta más lentamente de lo que se esperaba, a lo largo de 2015. Esto resulta en un nivel de oferta de mano de obra que es 0.4% menor en 2016 en relación al escenario base de noviembre. (Esto podría ocurrir porque hay menos trabajadores, o porque la gente escogió trabajar menos horas, o alguna combinación de los dos.) La Figura 6 muestra el efecto simulado sobre el PIB y la inflación, una vez más asumiendo que no hay respuesta de política monetaria. El crecimiento del PIB inicialmente sería menor, alrededor de 0.3 puntos porcentuales a finales de 2015, pero este efecto se dispararía en gran medida a finales de 2016. El efecto más significativo, aunque más rezagado, sería en la inflación. Los precios aumentarían más rápidamente con un leve efecto en 2015 y generando una inflación 0.4 puntos porcentuales mayor que el escenario base y por encima de la meta para finales de 2016.

Figura 6: Efectos de la menor oferta de mano de obra

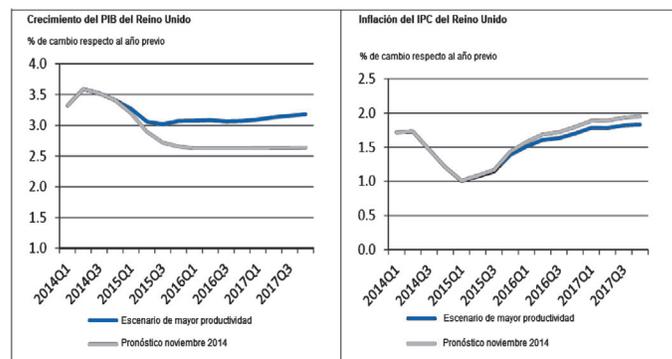


Riesgo 5: Crecimiento más rápido de la productividad

Un gran rompecabezas sobre la evolución reciente de la economía del Reino Unido es el bajo crecimiento de la productividad. El Banco de Inglaterra (y la mayoría de los pronosticadores) han sido, de forma continua, demasiado optimistas en sus proyecciones y continuamente han revisado sus previsiones de productividad. En el Informe de inflación de noviembre, el MPC rebajó sus previsiones de crecimiento de la productividad de nuevo, prediciendo que solo llegaría al 0.7% a finales de 2015 y al 1.5% a finales

de 2016. Sin embargo, hay una gran incertidumbre sobre la trayectoria futura de la productividad, y una serie de razones por las que el crecimiento de la productividad puede finalmente empezar a mejorar. Los datos más recientes sugieren que el crecimiento de la productividad puede haber empezado a mejorar finalmente, debido a que estos datos son volátiles y están sujetos a grandes revisiones, puede pasar un buen tiempo antes de que se pueda identificar si hay alguna mejora persistente⁷.

Figura 7: Efectos de un mayor crecimiento de la productividad



Para evaluar el impacto de un mayor crecimiento de la productividad en el pronóstico, volvemos al escenario base de noviembre. Ahora se supone que el crecimiento de la productividad es 0.5% más alto en 2015, 2016 y 2017 que en el pronóstico de noviembre. (Para efectos de comparación, el crecimiento de la productividad en el pronóstico de noviembre fue del 0.7% en 2015, 1.5% en 2016 y 1.8% en 2017). Antes de la crisis, el crecimiento de la productividad fue del 2.3% en promedio entre 1990 y 2007, por lo que en este escenario optimista, el crecimiento de la productividad solo alcanzará su tendencia anterior a la crisis para 2017 pero nunca lo superará. La Figura 7 muestra el efecto simulado sobre el PIB británico y la inflación. A finales de 2016, el crecimiento del PIB del Reino Unido será casi un 3.1%, aproximadamente 0.5 puntos porcentuales más que el pronóstico del escenario base. La inflación del IPC será del 1.7%, ligeramente inferior al escenario base.

Uniendo todo

Entonces ¿qué significan estos diferentes escenarios para las perspectivas económicas y cuál es el camino adecuado para la política monetaria? Como se mencionó, no se debe enfocar en las estimaciones puntuales de ninguna de estas simulaciones. Todas ellas se basan en un modelo estilizado y las estimaciones pueden cambiar sustancialmente con base en los supuestos subyacentes y parámetros del mismo. En cambio, son útiles para dar una idea de la dirección relativa y magnitud por la cual los diferentes riesgos podrían afectar (o no) a las variables económicas clave.

⁷ El crecimiento de la productividad del trabajo fue del 0.3% en el tercer trimestre de 2014 después de haber sido -0.6% en el trimestre anterior. También es probable que el crecimiento de la productividad disminuya por los efectos estacionales del cuarto trimestre.

En primer lugar, el crecimiento del Reino Unido sería más fuerte en la mayoría de estos escenarios. Más específicamente, si el crecimiento global es mayor, los precios del petróleo son permanentemente más bajos y/o el crecimiento de la productividad se refuerza, respecto al escenario base, entonces el crecimiento del PIB del Reino Unido sería potencial y sustancialmente más fuerte. Tal impulso al crecimiento podría ser parcialmente contrarrestado si la oferta de mano de obra fuera menor a la esperada.

En segundo lugar, la inflación del Reino Unido en el corto plazo sería sustancialmente menor en dos de los escenarios, el de precios de petróleo más bajo y con un efecto traspaso más rápido. Esto podría ser ligeramente contrarrestado por un impulso de un mayor crecimiento global y/o una menor oferta de mano de obra, pero cualquier compensación sería mucho menor en magnitud y tardaría más en materializarse.

En tercer y último lugar, la inflación del Reino Unido a medio plazo sería mayor en tres de los escenarios —en el de un crecimiento mundial más acelerado, en el de un efecto traspaso más rápido y en el de una menor oferta de mano de obra— con los efectos de cualquiera de estos escenarios sería suficiente para que la inflación terminara por encima de la meta en dos años (suponiendo que el mercado de expectativas para las tasas de interés se mantenga igual que en el momento del pronóstico de noviembre). Este impulso a la inflación a mediano plazo podría moderarse si el crecimiento de la productividad fuera más fuerte de lo esperado, aunque tal compensación probablemente sería mucho menor. El efecto a mediano plazo de la disminución de los precios del petróleo sobre la inflación no está claro y dependería de una serie de factores que incluirían un análisis más completo, como la forma en que los movimientos en los precios del petróleo afectan el consumo, la producción y el crecimiento.

¿Se materializará alguno de estos cinco escenarios? Es imposible saberlo. La elaboración de un pronóstico económico es difícil en el mejor de los tiempos. Es particularmente más difícil en la actualidad dado el legado de la reciente crisis. Pero si alguno de ellos se llevara a cabo podría tener implicaciones importantes para la política monetaria. Varios de los escenarios implicarían una tasa más rápida de crecimiento y una mayor tasa de inflación en el mediano plazo de lo que se espera actualmente. Estos escenarios, si se producen, implicarían un aumento en las tasas de interés antes de lo esperado. Por otra parte, algunos de estos riesgos implicarían una tasa sustancialmente más baja de la inflación en el corto plazo, por lo que aun cuando la inflación empiece a repuntar, comenzaría a partir de un nivel muy bajo y tomará algún tiempo antes de alcanzar la meta del 2%. Estos dos escenarios implicarían que no hay urgencia para comenzar a endurecer la política monetaria ahora y que cualquier aumento posterior de las tasas de interés podría ser gradual.

Por supuesto, hay muchos riesgos adicionales que no se analizaron y que contribuyen a las amplias bandas de los gráficos de abanico para los posibles caminos para el crecimiento y la inflación.

Por último, esta discusión de varios riesgos en torno al pronóstico, y la forma en que podrían afectar las perspectivas para la economía y política monetaria del Reino Unido, con suerte puede proporcionar una idea sobre cómo los diferentes miembros del MPC piensan sobre la política monetaria. Dependiendo de a cuál de estos riesgos se le coloca una mayor probabilidad, cada miembro va a ser más o menos preocupado por la inflación en el mediano plazo y, por lo tanto, podría sonar más “agresivo” o “pesimista”. Pero cualesquiera que sean los supuestos y las probabilidades de cada miembro en los distintos riesgos, cada uno está constantemente revisando las perspectivas —y los riesgos en torno a las mismas— cuando emerge nueva información. Es entonces que se ajustan los puntos de vista sobre el pronóstico y la trayectoria apropiada de la política monetaria.

Referencias

Arezki, Rabah and Olivier Blanchard, “Seven Questions About the Recent Oil Price Slump”, *IMFdirect post*. Diciembre 22, 2014.

Barnett, Alina, Sandra Batten, Adrian Chiu, Jeremy Franklin and Maria Sebastia-Barriel, ‘The UK Productivity Puzzle’, Boletín trimestral del Banco de Inglaterra, *Segundo trimestre de 2014*.

Bank of England, “*Inflation Report*”. Noviembre 2014.

International Monetary Fund, “*World Economic Outlook*”. Octubre 2014.

Ben Broadbent, “*Productivity and the allocation of resources*”. Septiembre 2012.

Kristin Forbes, “*The economic impact of sterling’s recent moves: more than a midsummer night’s dream*”. Octubre 2014.

Ian McCafferty, “*The UK productivity puzzle - a sectoral perspective*”. Junio 2014.

David Miles, “*Monetary Policy and the Damaged Economy*”. Mayo 2012.

Martin Weale, “*The UK productivity puzzle: an international perspective*”. Diciembre 2014.