



Trabajo, salarios y política monetaria

Diego Cienfuegos¹

I. Introducción

La economía del Reino Unido ha crecido durante 17 trimestres en forma consecutiva. El producto creció alrededor del 2% en 2016, un poco por debajo de su potencial; mientras que el empleo alcanzó su nivel más alto desde 1973 y el desempleo obtuvo su tasa más baja desde 1975. Por su parte, la inflación que había permanecido durante tres años por debajo de la meta del 2%, se recuperó bruscamente.

En 2017 el Reino Unido enfrentaba desafíos importantes:

- La inflación se situaba en 2.9%, muy por encima de la meta de inflación (2%) y con pronósticos al alza.
- El crecimiento económico se encontraba en constante desaceleración desde finales del 2016. El producto del Reino Unido se mantiene por debajo de su potencial, esto sin considerar los efectos completos del Brexit.

Un tema clave para el Comité de Política Monetaria es encontrar la mejor forma de enfrentar los riesgos y buscar el equilibrio entre salarios y empleo, y entre la actividad económica y la inflación. Mantener una política monetaria acomodaticia durante mucho tiempo, con el objetivo de respaldar el empleo y la actividad económica puede generar riesgos innecesarios para la meta de inflación; sin embargo, ajustar la política monetaria demasiado rápido, para prevenir presiones inflacionarias, podría generar fuertes riesgos en el producto y el empleo.

Las decisiones de política monetaria no dependen solo de la inflación y el producto actual, sino también de sus expectativas. Por ejemplo, actualmente la inflación del Reino Unido tiene un comportamiento al alza, pero este es temporal debido a la depreciación que sufrió la libra esterlina a finales del 2016. Una vez disminuyan estos efectos, la inflación dependerá de la evolución de sus costos domésticos. Por lo tanto, el comportamiento de los salarios y el empleo serán cruciales para determinar dicha evolución.

A continuación se discuten algunos de los factores que afectan el crecimiento salarial y se abordarán las implicaciones que tienen los recientes desarrollos en la economía para la política monetaria en el futuro.

II. Trabajo y salarios

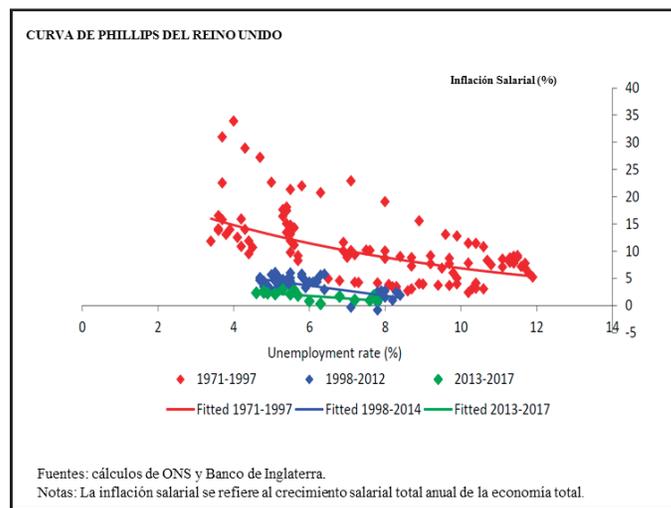
Después de la crisis financiera, el comportamiento de los salarios ha sido débil en el Reino Unido. El crecimiento salarial ha tenido un comportamiento a la baja e inferior a lo esperado, explicado en parte por la débil productividad.

¹ Resumen y traducción libre del documento "Work, wages and monetary policy", Andrew G. Haldane (2017), Chief Economist, Bank of England. Resumen elaborado por Diego Cienfuegos, Analista III del Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de Guatemala.



Actualmente la tasa de desempleo en el Reino Unido es de 4.5%, situándose muy por debajo de la tasa observada en 2011, 8.5%. El empleo aumentó aproximadamente en 2.5 millones de personas desde el 2011. Ante este auge en el mercado laboral, la debilidad de los salarios es más sorprendente.

Históricamente ha existido una relación razonablemente fuerte y estable entre el desempleo y el crecimiento salarial (curva de Phillips). Debido a que recientemente el desempleo ha disminuido, se esperaría que el comportamiento del crecimiento salarial fuera al alza. Sin embargo, no ha sucedido. En los últimos años, la relación de la curva de Phillips no ha sido del todo sólida y estable, como lo podemos observar en esta gráfica.



Contenido

1. Trabajo, salarios y política monetaria.....p. 1
2. La "Nueva Normalidad" y lo que significa para la política monetariap. 5

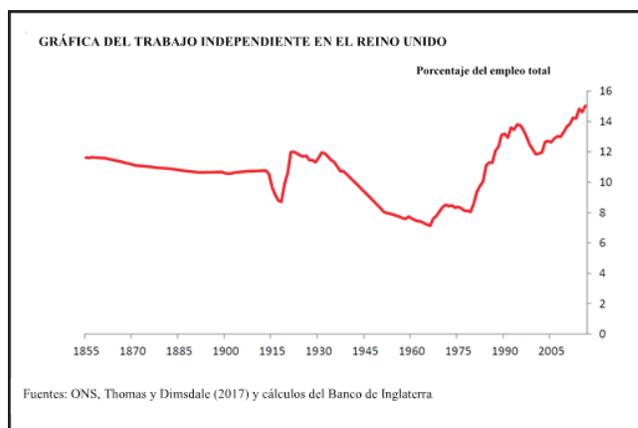
La debilidad de los salarios es explicada por varias causas; sin embargo, algunas han sido efímeras, como el impacto de una inflación real baja: Existen otras con una duración más larga como la crisis financiera y, por último, causas de origen natural. Por ejemplo, se ha encontrado evidencia que la tecnología y la globalización debilitaron la capacidad de negociar de los trabajadores, provocando una caída en la proporción de sus ingresos. Otro factor importante reciente es el trabajo informal. Esta nueva tendencia consiste en hacerte de un salario sin la necesidad de un empleador. Por ejemplo, trabajar llevando pasajeros en tu auto, arrendar tu casa o departamento, vender por internet, ofrecer tus servicios profesionales por algunas horas. Estos cambios afectan la calidad del trabajo en la economía.

Las encuestas han mostrado que, para algunas personas, el autoempleo y el trabajo a tiempo parcial ha sido bienvenido, ya que aumenta el control y la flexibilidad de su vida diaria y algunos emprendedores logran generar ingresos superiores a los que podrían conseguir en un trabajo fijo. Para otras personas este estilo de vida no es una opción sino una necesidad para poder hacerse de un ingreso.

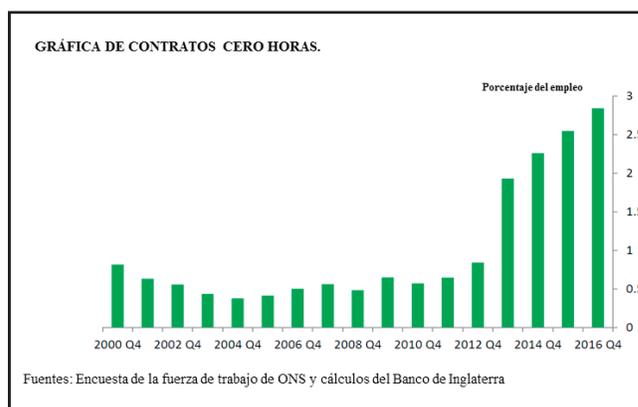
Esta tendencia ha provocado que el trabajo y los trabajadores se volvieran más divisibles que en el pasado, llevando a una negociación salarial idiosincrásica. Esto provoca que se planteen interrogantes importantes de índole económico y social, sobre la relación entre el empleado y el empleador. Se quiere determinar principalmente si lo anterior ha influido en la fijación de los salarios en la economía. En particular, si estos cambios pueden haber contribuido de alguna manera al endeble rompecabezas salarial experimentado en los últimos años; así como conocer si esta tendencia persistirá y también lo hará en la debilidad salarial.

III. La naturaleza cambiante del trabajo

En Gran Bretaña se ha observado una gran disminución en la tasa de empleados que pertenecen a sindicatos (38% en 1990 a 23% en 2016), pasando de 13 millones a 6 millones de empleados sindicalizados. Esta tendencia ocurre tanto en el sector público como privado, aunque hasta cuatro veces con mayor probabilidad de pertenecer a un sindicato en el sector público. Las tasas de afiliación sindical tienden a ser más bajas entre las personas jóvenes (16-24 años) 8%, en comparación con un 30% para las personas de 50 años o más. El hecho de que las tasas de sindicalización estén disminuyendo en los jóvenes sugiere una tendencia a la baja, donde se podría esperar que dentro de una generación solo 3 millones de personas (10%) estén sindicalizadas. La tendencia del autoempleo ha tenido un auge importante debido a que los trabajadores independientes pasaron de ser menos del 8% en 1980 a un 15% en el 2016, siendo este el máximo histórico como lo podemos observar en la gráfica.



Un fenómeno más reciente en el mercado laboral, que ha acaparado la atención, es el contrato de “cero horas”.² En el 2010, el 0,6% de las personas que tenían empleo eran por medio de contratos cero horas, (alrededor de 170,000 personas). Incrementándose a un 3% para el año 2016 (1 millón de trabajadores). El trabajo temporal y parcial ha ido en la misma dirección. Pasando de un 25% antes de la crisis a un 26%. Por lo que si tomamos en conjunto el trabajo por cuenta propia, el trabajo a tiempo parcial, el trabajo temporal y los contratos de cero horas llegarían a ser un 43% de la fuerza laboral o alrededor de 13.5 millones de trabajadores. Lo cual sugiere que el trabajo se ha vuelto más fluido e inseguro.



Ya sea que estas tendencias en el empleo sean voluntarias o involuntarias, buenas o malas, una oportunidad o una amenaza, aún pueden tener implicaciones para la fijación de los salarios. Incluso, si solo se trata de una minoría (en aumento) de trabajadores afectados por estos cambios. El trabajador marginal es mucho más propenso que en el pasado a trabajar por cuenta propia, con flexibilidad y a no ser parte de un sindicato. Recordemos que, según los economistas y los empleadores, al momento de determinar las presiones salariales en la economía en general, el salario más importante es el del trabajador marginal.

IV. Implicaciones para los salarios

¿Qué nos dice la evidencia sobre los efectos en los salarios con los cambios en las modalidades de trabajo? Los sindicatos son los encargados de negociar mejoras para los trabajadores, entre ellas aumentar los salarios; sin embargo, debido a que el número de afiliados

2 El término “cero horas” no se define en la legislación británica, pero en general se entiende como un contrato de trabajo entre un empleador y un trabajador, que significa que el empleador no está obligado a dar al trabajador unas horas mínimas de trabajo a la semana, y el trabajador no está obligado a aceptar ninguna de las horas que ofrece. Van orientados a crear un marco de flexibilidad para los empresarios, para cubrir puestos temporalmente, vacantes de último minuto, picos de producción o temporadas de alta carga de trabajo.

Director	Producción
Johny Rubelcy Gramajo M.	Sergio A. Hernández R. Leonel Enrique Dubón Q.
Consejeros	
Armando Felipe García Salas A.	Edición
Edgar Rolando Lemus R.	Juan Francisco Sagúí Argueta
Coordinador	Arte y Diagramación
Ivar Ernesto Romero Ch.	Pedro Marcos Santa Cruz
Impresión:	
Editorial Serviprensa S.A.	

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 consiguientemente, 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.

a los sindicatos ha disminuido, también se ha reducido la capacidad para negociar por mejores beneficios para los trabajadores. Como resultado, los salarios en el Reino Unido que se encontraban en el rango de 10-15%, han tendido a bajar con el paso del tiempo. Esto mismo provoca que la fijación de los salarios sea más dispersa y que el crecimiento de estos sea mucho menor.

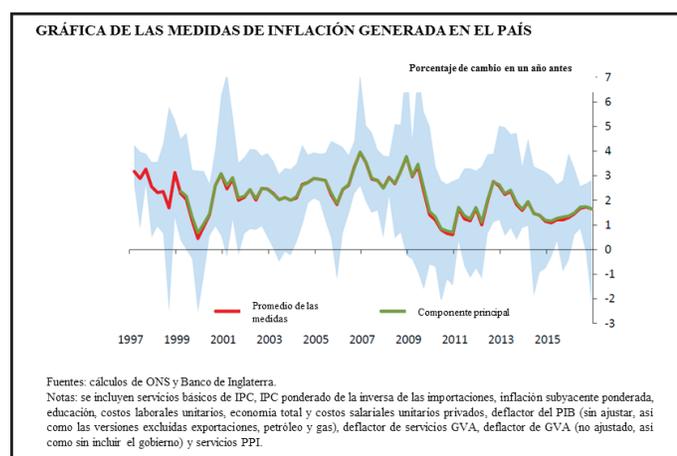
Existe evidencia que el trabajo independiente y el trabajo flexible también afectan los salarios. Por ejemplo, se ha encontrado que el autoempleo en ciertas regiones está asociado con un descuento salarial para los trabajadores del 15%. La principal razón es la alta competencia y la diversidad de opciones para el empleador, lo cual ha causado que los trabajadores pueden estar dispuestos a aceptar un salario más bajo. Por otra parte, los trabajadores con contratos temporales reciben un 5-6% de menor paga, ocasionando una pérdida de 4 puntos base del crecimiento salarial anual (estas estimaciones son modestas, probablemente subestiman el verdadero efecto).

V. El caso de mantener la postura de política monetaria actual

Los salarios son un factor clave en la generación de presiones inflacionarias en la economía y para la postura de la política monetaria. Como se ha comentado, el crecimiento salarial ha sido sorprendentemente débil a pesar de que el desempleo se encuentra en su nivel más bajo. A principios de 2017, la encuesta anual de salarios efectuada por los técnicos del Banco de Inglaterra sugería que los salarios se reducirían desde un 2.7% a un 2.2% en 2016.

Estas tendencias recientes en los salarios, junto con las caídas en el desempleo, confirman una relación excepcionalmente débil entre los salarios y el empleo (una curva de Phillips plana). De hecho, el crecimiento de los salarios se encuentra en niveles similares a los mostrados en el 2011, cuando el desempleo se encontraba en su pico más alto.

Por supuesto, los salarios no son el único factor determinante de las presiones inflacionarias subyacentes. Es por eso que el Banco monitorea alrededor de otros 13 indicadores de inflación. Cada uno de estos indicadores tiene sus propias imperfecciones, pero comparten el objetivo de filtrar las influencias temporales de la inflación subyacente. En la siguiente gráfica se muestra una medida resumida de estos indicadores de inflación, basada en la volatilidad común entre estos indicadores. Dos características se destacan:



En primer lugar, existe clara evidencia de una lenta acumulación de presiones inflacionarias subyacentes de la economía del Reino Unido desde 2015, ya que la holgura ha sido absorbida. A partir de ahí la inflación del país ha aumentado en alrededor de 0.5 puntos porcentuales. En segundo lugar, a pesar de la rápida caída del desempleo, se estima que la inflación subyacente se encuentra en el mismo nivel de 2013, es

decir, 0.7 puntos porcentuales por debajo de la meta de inflación. Aun si aumentara a tasas similares a las de los años anteriores, en donde la holgura se estaba erosionando bruscamente, la inflación subyacente tomaría aproximadamente otros tres años en alcanzar los niveles consistentes con la meta. Debido a que es improbable que esto suceda, se pueden presentar riesgos a la baja para poder alcanzar el objetivo de inflación, lo cual ocasionaría tomar precauciones al momento de considerar un ajuste de la postura monetaria del Reino Unido.

Otro factor a tomar en cuenta es el Brexit. El Banco, para sus proyecciones del producto e inflación, ya ha tomado en cuenta sus efectos; por ejemplo, los cambios en los futuros acuerdos comerciales del Reino Unido, lo cual puede ocasionar modificaciones en las exportaciones e importaciones. Debido a que no hay episodios previos de este tipo, esos impactos son inciertos. Estas proyecciones se basan en una serie de suposiciones sobre el proceso Brexit y su etapa final, pero este puede o no ser llevado a la práctica. Por ejemplo, una suposición fuerte es que el proceso es suave y ordenado.

Varios participantes del mercado y analistas externos creen que existe un riesgo de que el Brexit no sea suave ni ordenado. Esto podría provocar una respuesta negativa por parte de los consumidores y las empresas. Por ejemplo, si se empezaran a generar ahorros por precaución, esto afectaría el crecimiento económico de manera significativa.

El riesgo de una ralentización brusca, inducida por el Brexit, parece ser un factor clave que actualmente mantiene la curva de rendimiento en niveles bajos. Este punto de vista, sumado a la fuerte desaceleración del crecimiento del Reino Unido en el primer trimestre del 2017, podría ser un precursor de lo que vendrá. Además ya hay indicios de una fuerte desaceleración en las compras discrecionales de gran consumo como: casas, automóviles y artículos para el hogar. Si esto persiste, justificaría que los responsables de la política monetaria la mantengan sin cambios, ya que sería imprudente, aumentar anticipadamente la tasa de interés.

Un último factor que apoyaría continuar con una postura de política monetaria acomodaticia, es el nivel de la curva de rendimiento en libras esterlinas, que en el transcurso del 2017 se ha vuelto más plana, a pesar de las expectativas de crecimiento a mediano plazo que se revisaron al alza. Tomados en conjunto estos factores reales, nominales, financieros, justifican el mantenimiento de la postura actual y acomodaticia de la política monetaria.

VI. El caso para una política monetaria restrictiva

Una de las claves para una buena formulación de políticas es autoexaminarse de forma regular y crítica, especialmente en momentos donde los datos y los riesgos de la economía podrían ser alterados por varias razones:

- A. A pesar de la crisis financiera mundial, la perspectiva mundial está viviendo su mejor momento. En las últimas reuniones del FMI se hizo énfasis en una mejora constante del crecimiento mundial, explicado por el aumento de la inversión en los Estados Unidos de América, la Zona del Euro y China. En el comercio mundial, el optimismo de una mayor demanda mundial puede terminar con el ciclo débil de inversión. Se espera que los países, que representan alrededor del 80% de la producción mundial, crezcan por encima de la tendencia, lo cual significa que la brecha del producto mundial se está reduciendo.
- B. Otra razón que apuesta por un crecimiento mundial perdurable desde el comienzo del 2017, es la reducción de la incertidumbre política. Se pudo observar en las noticias mundiales, *blogs* y *tweets* que los riesgos políticos en varios países han disminuido significativamente desde el comienzo del año. Las mejoras en

el crecimiento y la disminución del riesgo político parecen haber contribuido a un aumento en los precios de los activos mundiales y una caída en las primas de riesgo globales. Los precios de las acciones en los Estados Unidos de América y la Zona del Euro han aumentado en torno al 8% desde el comienzo del 2017.

- C. En tercer lugar, a medida que la economía mundial ha cobrado ritmo y resistencia, los riesgos a la baja de la inflación mundial también han disminuido. Desde julio del 2017, las expectativas de inflación han aumentado 40 puntos básicos en el Reino Unido y alrededor de 25 puntos básicos en los Estados Unidos de América y la Zona del Euro. Este cambio en las expectativas de inflación tiene implicaciones importantes para la política monetaria, ya que una de las preocupaciones de tener una inflación por debajo de la meta fue que cualquier choque negativo a la demanda hubiera disminuido aún más las expectativas de inflación, lo cual provocaba mantener los tipos de interés más bajos. Sin embargo, con las nuevas expectativas de inflación ajustadas al alza, la necesidad de dicho seguro de política monetaria es ahora más bajo que hace nueve meses.
- D. En cuarto lugar, las previsiones del informe de inflación del Banco con respecto al crecimiento económico del Reino Unido en 2017, se han revisado al alza en más de un punto porcentual desde agosto. Las encuestas de actividad y de confianza, tanto de los consumidores como de las empresas, no se han movido, aunque siguen apuntando hacia un crecimiento sólido. Con balances sólidos, bajo costo de capital y la demanda de sus productos, las empresas del Reino Unido pueden estar saliendo a flote, lo cual ayudaría a alcanzar un crecimiento más equilibrado y resistente. Sin embargo, nada de esto sugiere que los riesgos de una ruptura del Brexit hayan desaparecido.
- E. Por último, cualquier ajuste en la política monetaria debe ser contextualizado. Se ha observado durante los últimos años que el primer aumento de 25 puntos básicos en las tasas de interés del Reino Unido parece ser un paso trascendental; sin embargo, la política monetaria continuaría siendo muy acomodaticia.

VII. Conclusiones

Los riesgos de una política monetaria restrictiva demasiado anticipada se han reducido gracias a una mayor recuperación del crecimiento económico y de la inflación. Si la política monetaria se hiciera restrictiva demasiado tarde, esto podría dar lugar a tasas más altas en un futuro, contrario a las expectativas del Comité de Política Monetaria, que espera que la tasa de política monetaria aumente a un ritmo gradual y en una medida limitada. Asumiendo que en la reunión del Comité de Política Monetaria de junio 2017 se decida un aumento de tasa, en la opinión del autor, se considera que existen fuertes motivos para contener este aumento a más adelante del 2017, debido a que existe una presión al alza sobre la inflación, pero aún existen pocas señales de un mayor crecimiento salarial. Asimismo a pesar de que las encuestas son sólidas, existe la posibilidad de una desaceleración en la economía. Estas son razones para que no se aumente la tasa de política monetaria en forma apresurada.

Si los datos siguen mostrando este buen camino, sería un buen momento para retirar algunos estímulos que se impusieron en agosto del 2016. A medida que el Comité de Política Monetaria comience con el proceso de normalizar la política monetaria, se volverá una señal de que la economía ha comenzado a normalizarse, por lo que este proceso de retirar los seguros de política monetaria deben de servir como un mensaje de confianza en la capacidad de recuperación de la economía del Reino Unido y que la inflación regrese a su nivel consistente con la meta del 2%.

Referencias

- Abel, W., Burnham, R. and Corder, M. (2016), 'Wages, productivity and the composition of the UK workforce', Bank of England, Quarterly Bulletin, Q1, pp. 12-22.
- Blanchflower, D., Costa, R., and Machin, S. (2017), 'The Return of Falling Real Wages', CEP Real Wages Update, London School of Economics Centre for Economic Performance.
- Chapman, B. (2017), 'UK must combat unfulfilling jobs and commit to 'good work' economy, says Matthew Taylor', article in The Independent.
- Hamilton, B., H. (2000), 'Does Entrepreneurship Pay? An Empirical Analysis of the Returns of Self-Employment', Journal of Political Economy, Vol. 108, No. 3, pp. 604-631.
- Monetary Policy Committee (2017), 'Monetary Policy Summary and minutes of the Monetary Policy Committee meeting ending on 14 June 2017', Bank of England.

La “Nueva Normalidad” y lo que significa para la política monetaria

Mariano José Gutiérrez Morales¹

Conocer la coyuntura económica e inferir sobre el comportamiento esperado de las principales variables económicas es fundamental para establecer una política monetaria adecuada. No obstante, el comportamiento actual de variables macroeconómicas relevantes difiere respecto de lo que en décadas previas a la crisis financiera internacional conocíamos como “lo normal”. En la actualidad las decisiones de política deben adaptarse a una “nueva normalidad”. En este documento se analizarán las principales características de esta nueva normalidad y sus implicaciones para la política monetaria.

I. Características de la “Nueva Normalidad”

Dado que la política monetaria es prospectiva, las autoridades monetarias deben evaluar cómo las principales variables macroeconómicas influirán en el desarrollo futuro de la economía. En este sentido, la “Nueva Normalidad” se define como la situación actual y esperada de los siguientes factores: i) inflación; ii) mercado laboral; iii) mercados internacionales; iv) tasa de interés neutral; y v) capacidad de reacción de la política monetaria.

A. Inflación

En décadas pasadas, la relación inversa entre el desempleo y la inflación, la cual se resume en la curva de Phillips, sirvió de base para fundamentar el accionar de la política monetaria. Sin embargo, luego de la crisis financiera internacional, particularmente a partir de 2012, la inflación se ha mantenido baja y estable, mientras que el desempleo ha disminuido considerablemente (en términos absolutos y relativos). En efecto, mientras que la tasa de desempleo se ha reducido de 8.2% a 4.9%, la inflación se ha mantenido por debajo del objetivo de la Reserva Federal de 2% por 51 meses consecutivos.² En otras palabras, la curva de Phillips es actualmente más plana que antes.

Esto sugiere que, con la pérdida de eficiencia de la curva de Phillips como guía de política, el rol de anclaje de las expectativas de inflación se vuelve mucho más importante. De conformidad con la literatura económica, existe una mayor preocupación por parte de las autoridades monetarias cuando las expectativas inflacionarias se sitúan por debajo de la meta de inflación, que cuando lo hacen por arriba de la misma, debido a que es más difícil revertirlas. Algunas encuestas recientes señalan que las expectativas de los agentes económicos se mantienen adecuadamente ancladas alrededor de 2%. No obstante, otras encuestas basadas en el comportamiento esperado del consumo han registrado resultados históricamente bajos, los cuales no parecen estar revirtiendo. De igual forma, las expectativas inflacionarias estimadas en función de la evolución reciente de los mercados de

bienes y de los mercados financieros, han disminuido notablemente en sus horizontes de mediano y largo plazo en el transcurso de los últimos dos años y tampoco parecieran estar revirtiendo a pesar de la estabilización observada en los precios del petróleo y en el tipo de cambio. Por lo tanto, es posible inferir que el bajo nivel de inflación que se ha registrado luego de la crisis financiera internacional, ha reducido las expectativas inflacionarias de los agentes económicos internos por debajo de la meta de inflación de la Reserva Federal.

El aparente aplanamiento de la curva de Phillips, conjuntamente con la evidencia de que las expectativas de inflación han disminuido y que la inflación se mantiene por debajo de la meta, debieran ser consideraciones importantes en nuestras deliberaciones de política monetaria. En particular, porque el efecto de las actuales condiciones del mercado laboral (un menor desempleo) en la inflación parecen ser moderadas. En ese caso, el ajuste preventivo en las tasas de interés pierde sentido.

B. Mercado laboral

El nivel de empleo se ha recuperado significativamente luego de las elevadas tasas de desempleo registradas en el período inmediato a la crisis financiera. Sin embargo, todavía existe evidencia de cierto grado de holgura en el mercado laboral. Esta incertidumbre sobre el verdadero estado de la economía sugiere que debiéramos estar abiertos a la posibilidad de que se sigan materializando mejoras en dicho mercado. En efecto, con el empleo formal (en nómina) creciendo en promedio 180,000 puestos de trabajo al mes, muchos analistas habrían esperado que la tasa de desempleo se redujera notablemente, contrario al comportamiento errático que ha mostrado en los últimos meses. Aunque la tasa natural de desempleo es incierta y puede variar con el tiempo, la tasa de desempleo observada es de 4.9%, la cual se encuentra 0.1 puntos porcentuales por arriba de su valor medio de largo plazo según el *SEP*.³ En este sentido, las proyecciones de tendencia central de dicha tasa han disminuido significativamente, de un rango de 5.2% a 6.0% en junio de 2012, a uno de 4.7% a 5%, en junio de 2016, y no se descarta que las estimaciones puedan reducirse aún más.

La tasa de desempleo no es el único indicador de holgura en el mercado laboral. Existen otras medidas que sugieren similares conclusiones. Por ejemplo, el porcentaje de empleados a tiempo parcial se ha mantenido por arriba de los niveles registrados antes de la crisis. Asimismo, el número de trabajadores en edad de trabajar (lo cual se denomina fuerza laboral) se mantiene alrededor de 1.5% por debajo del nivel registrado previo a la crisis de 2008-2009, lo cual podría reflejar una respuesta incompleta y rezagada a la recuperación observada en las oportunidades de empleo. A lo anterior se adiciona la lenta recuperación en el crecimiento de los salarios. Si bien los mismos se han incrementado en alrededor de 2.5% en los últimos trimestres, este ritmo de crecimiento se encuentra muy por debajo de las tasas registradas antes de la crisis financiera.

¹ Analista III del Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de Guatemala. Traducción libre y resumen de la publicación: The “New Normal” and what it means for monetary policy. Discurso presentado por Lael Brainard, miembro del Consejo de Gobernadores del Sistema de Reserva Federal, en The Chicago Council on Global Affairs, el 12 de septiembre de 2016.

² 51 meses consecutivos hasta agosto de 2016.

³ El *SEP* (Summary of Economic Projections) es el resumen de las proyecciones económicas de los miembros del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal.

En resumen, podríamos afirmar que ante la presencia de incertidumbre y de ausencia de presiones inflacionarias, sería poco prudente para la política monetaria excluir la posibilidad de observar un mejor desempeño en el mercado laboral.

C. Mercados internacionales

La ausencia de presiones inflacionarias y la modesta recuperación de la demanda interna probablemente afectarán los pronósticos macroeconómicos de los Estados Unidos de América por algún tiempo, particularmente cuando tomamos en consideración la fragilidad que continúan presentando los mercados internacionales. En Europa y Japón la recuperación persiste, pero el crecimiento es lento y la inflación muy baja, lo cual contribuye a reducir la rentabilidad de los activos financieros y a incrementar el costo de financiamiento para los bancos, lo que a su vez perjudica el nivel agregado de préstamos, que representa uno de los principales canales de transmisión de la política monetaria. Estas economías se encuentran en riesgo de registrar un episodio de estanflación, es decir, un ambiente de bajo crecimiento, baja inflación y bajas expectativas inflacionarias, y sugieren que la política monetaria de la Reserva Federal debería orientarse a minimizar el riesgo de que la economía de los Estados Unidos de América pueda registrar tal situación.

La desaceleración del crecimiento y de la inflación también se ha registrado en economías emergentes. No obstante, en estos países, una situación como la descrita pone en riesgo su sostenibilidad fiscal, la capacidad de pago de sus obligaciones y los vuelve más vulnerables a choques de demanda adversos. China se encuentra experimentando un período de transición desafiante, pasando de un modelo basado en la inversión y las exportaciones a otro impulsado por el consumo y los servicios. Los costos de ajuste de esta transición y la tendencia demográfica decreciente que ha registrado en años recientes probablemente provocarán que el crecimiento de esta economía continúe desacelerándose. Dicho lo anterior, las autoridades monetarias en los Estados Unidos de América no pueden ignorar los riesgos externos, ya que la experiencia reciente sugiere que los mercados financieros globales se encuentran altamente integrados. Por lo tanto, las distorsiones que puedan presentarse en los mercados financieros de China o de la Zona del Euro pueden transmitirse al mercado financiero estadounidense de una manera más rápida y contundente en relación con los años que antecedieron a la crisis financiera internacional. Investigaciones recientes sugieren que cambios en las expectativas de la trayectoria de la tasa de interés de política monetaria de los Estados Unidos de América, en relación con las tasas de interés de otras economías importantes, producen cambios en el tipo de cambio bilateral que parecen ser de una magnitud mayor a la registrada en años previos. El hecho que una gran cantidad de economías avanzadas registren una demanda deficiente, tasas de política monetaria cercanas a cero y que el dólar estadounidense sea una moneda segura implica que los choques adversos de demanda que registren las economías avanzadas podrían transmitirse hacia la economía norteamericana por medio de una mayor apreciación en el valor del dólar. En este sentido, la actividad económica y la inflación de los Estados Unidos de América parecen estar altamente influenciadas por las fluctuaciones en el tipo de cambio. Estimaciones de los modelos de la Reserva Federal sugieren que cerca del 20% de la apreciación del dólar entre junio de 2014 y enero de 2016 tuvo un efecto en la actividad económica equivalente a un incremento de 200 puntos básicos en la tasa de interés de fondos federales. Este efecto se evidenció a través de una desaceleración en la inversión y en el estancamiento de la producción manufacturera.

D. Tasa de interés neutral

La tasa de interés neutral se mantiene persistentemente por debajo del nivel registrado previo a la crisis de 2008-2009. Desde esa época la Reserva Federal ha mantenido la tasa de interés de fondos federales en un valor cercano a cero y ha propiciado medidas de apoyo adicionales por medio de la compra de valores y reinversiones del sector público y privado. Estas medidas han contribuido a que la economía norteamericana registre un crecimiento promedio del PIB y una tasa de inflación de alrededor de 2% y 1.5%, respectivamente, durante los últimos años. Una década atrás hubiera sido inconcebible que la actividad real y la inflación hubiesen registrado valores tan bajos ante una postura similar de política monetaria. Ello implica que actualmente la cantidad de demanda agregada asociada con cierto nivel de tasa de interés es mucho menor a la registrada previo a la crisis financiera internacional. Cuando inició el período de recuperación económica, la mayor parte de analistas coincidían en que los factores que habían propiciado la reducción en la demanda agregada y en las tasas de interés gradualmente se disiparían y que la tasa de interés neutral regresaría gradualmente a su valor precrisis de 2%. No obstante, estudios recientes indican que la tasa de interés neutral se mantendrá en valores bajos por más tiempo debido a que el consumo externo y la inversión interna continúan siendo débiles, mientras que el crecimiento de la productividad, el cual se situó en alrededor de 2.5% por año entre 1950 y 2000, se redujo a 0.5% anual durante los últimos cinco años. Asimismo, estudios demográficos sugieren una persistente desaceleración en el tamaño de la fuerza laboral. En este sentido, el *SEP* ha reconocido la reducción en la tasa neutral de fondos federales de largo plazo. Entre 2012 y 2016, la estimación de dicha tasa se redujo de 4.25% a 3%. Por lo tanto, se requerirá de ajustes más modestos en la tasa de interés de política para retornar a la neutralidad.

E. Capacidad de reacción de la política monetaria

Los cuatro aspectos, mencionados en los apartados A-D, sugieren que la capacidad de reacción de la política monetaria ante nuevos choques externos es asimétrica. El bajo nivel de la tasa de interés de fondos federales y, por consiguiente, de la tasa de interés neutral de política monetaria, implica que este instrumento convencional de política puede ser utilizado más eficientemente si se incrementa ante choques positivos a la demanda agregada o ante expectativas de futuros riesgos inflacionarios. Sin embargo, el grado de eficiencia de este instrumento es limitado si fuera necesario reducirla, debido al poco margen de maniobra. Por lo tanto, es importante analizar si la política monetaria actual es adecuada para responder a choques negativos y, si no lo fuera, llevar a cabo los ajustes necesarios. La literatura económica sugiere posibles medidas de ajuste a la política monetaria actual, como aumentar la meta de inflación, modificar el esquema actual adaptándolo a un esquema de meta de ingreso nominal o la implementación de tasas de interés negativas. Estas opciones deben estudiarse de mejor manera y tomaría algún tiempo su preparación e implementación. De momento, la manera más eficaz de enfrentar la asimetría existente es asegurarnos que nuestras acciones de política estén en línea con la meta existente de inflación (2%) y el logro del pleno empleo.

II. Coyuntura y perspectivas económicas

En el contexto de estas cinco características de la “Nueva Normalidad” que condicionan la política monetaria, resumiré brevemente mi punto de vista sobre los recientes hechos económicos y sus implicaciones. La economía ha tenido progresos importantes en los últimos meses

respaldados por el cuidadoso enfoque del Comité de Política Monetaria de la Reserva Federal y por la relajación de las condiciones financieras. Asimismo, el mercado laboral ha continuado su recuperación, la confianza de los consumidores se mantiene elevada y hemos navegado exitosamente a través de riesgos de corto plazo provenientes del sector externo. Datos recientes del mercado laboral sugieren que seguimos encaminados hacia el pleno empleo, pero este progreso es, y probablemente seguirá siendo, gradual. Este año (2016) se han generado, en promedio, 180,000 nuevos empleos cada mes; no obstante, esta cifra se encuentra por debajo de la observada el año previo (2015), lo que sugiere que podría haber un espacio para mejoras. En cuanto al gasto, los datos sugieren un incremento, en particular, en el gasto de consumo y en la riqueza de los hogares, producto de un mayor nivel de empleo; asimismo, un mayor optimismo de los consumidores. Sin embargo, el gasto en otros sectores ha sido menor derivado de un crecimiento externo débil y de la apreciación del dólar estadounidense, factores que han afectado significativamente las exportaciones netas, las ganancias corporativas, la inversión y la producción manufacturera. Las exportaciones, que habían registrado una tendencia decreciente desde finales de 2014, se incrementaron en los primeros trimestres de 2016. De igual manera, la cantidad de pozos de extracción de petróleo en operación se incrementó luego de registrar una fuerte contracción en 2014 y 2015, una señal positiva para la inversión en este sector. Adicionalmente, a julio de 2016, la inflación PCE se situó en 1.6%, valor superior al de la misma fecha del año previo, pero que aún se sitúa por debajo de la meta de 2%.⁴ En el corto plazo se espera que el dólar se estabilice y que los precios del petróleo se recuperen, lo cual contribuirá para que la inflación retorne a su meta de largo plazo.

III. Implicaciones de política

Las cinco características mencionadas de la “Nueva Normalidad” de la política monetaria sugieren que el costo para la economía de observar una demanda mayor a la esperada es presumiblemente menor que el costo de registrar una demanda inesperadamente menor. En otras palabras, en el caso que se registre una demanda interna mayor a la esperada, existen instrumentos de política monetaria eficientes y un amplio margen para reaccionar; el aplanamiento que se registra en la curva de Phillips, la holgura en el mercado laboral, la baja tasa de interés neutral, la apreciación del tipo de cambio del dólar norteamericano y el anclaje de las expectativas de inflación alrededor de la meta establecida por la Reserva Federal contribuirán a que el incremento de la inflación, producto de una demanda agregada sorpresivamente mayor a la esperada, sea modesta y gradual, lo que requerirá de una respuesta moderada en la tasa de interés de política monetaria y a su vez implicará un bajo costo para la economía. Por su parte, en el caso que se registre una demanda interna inesperadamente inferior, los instrumentos no convencionales de política monetaria son limitados y existe el riesgo de no responder oportunamente y de manera eficaz ante tal situación. Las experiencias de Japón y de Europa sugieren que una debilidad prolongada de la demanda interna es difícil de corregir y tiene costos considerables para la economía. Esta asimetría sugiere prudencia, previo a modificar la actual postura (relajada) de política monetaria. Este enfoque ha sido de gran utilidad en los últimos meses, ayudando a obtener ganancias en el mercado laboral, así como la gradual convergencia de la inflación hacia su valor esperado.

⁴ La inflación PCE es la variación interanual en el Índice de Precios del Gasto en Consumo Personal y constituye el indicador de referencia para la inflación utilizado por la Reserva Federal.

