

Política Monetaria y Actividad Económica

Extracto del Informe Trimestral Julio – Septiembre 2018, Recuadro 5, pp. 65-68, Noviembre 2018

Introducción

Con el fin de mostrar los alcances y limitaciones de la política monetaria en términos de su efecto sobre la actividad económica y el empleo, en este recuadro se describe la evolución que la teoría económica y la evidencia empírica han tenido con respecto al análisis de la interacción entre la política monetaria, la inflación y el desempleo. Se muestra que el análisis económico de las últimas cinco décadas apunta de manera concluyente a que la política monetaria no tiene efectos permanentes sobre la actividad económica y que su mejor contribución al crecimiento económico consiste en procurar un entorno de estabilidad de precios que sea favorable para la realización de actividades productivas.

Curva de Phillips, Inflación y Desempleo

Durante los años sesenta existió la creencia de que, mediante el uso de la política monetaria, era posible impulsar la actividad económica permanentemente. Esta idea surgió a partir de la evidencia acerca de la relación inversa entre la inflación y el desempleo, documentada por Phillips (1958) para el Reino Unido. Ello generó la idea de que podía reducirse el desempleo permanentemente si se aceptaba una mayor inflación. No obstante, en los setenta diversos países registraron aumentos simultáneos en la inflación y en el desempleo. Esto es, niveles de desempleo, que en los años sesenta estuvieron asociados con inflaciones bajas, en la siguiente década coincidieron con inflaciones altas.

En este contexto, Phelps (1967) y Friedman (1968) habían plateado que la relación inversa entre la inflación y el desempleo sólo se presenta en el corto plazo y como consecuencia de la inflación no anticipada, y que una vez que se reajustan los contratos considerando los precios mayores a los previstos dicha relación desaparece. Para ilustrar lo anterior considérese una situación en que los salarios, los alquileres y algunos precios de insumos están fijos debido a la existencia de contratos que tienen una determinada duración. Una mayor demanda agregada resultado de un estímulo monetario inesperado, dará lugar a incrementos no anticipados de los precios, propiciando márgenes de ganancia de las empresas mayores a los previstos y, en consecuencia, incentivos para que aumenten su producción. Sin embargo, en un mayor plazo una vez que los contratos vencen, los agentes económicos los revisan considerando los mayores precios resultado de la expansión monetaria, por lo que desaparece el incentivo para producir más. Así, una política monetaria expansiva solamente produciría un aumento temporal en la actividad económica.

El marco teórico de Phelps y Friedman también implica que la relación entre la inflación no anticipada y el desempleo no es estable, pues depende de la inflación esperada por los agentes económicos. En la medida en que las autoridades monetarias sigan políticas expansivas y los agentes privados ajusten sus expectativas de inflación al alza, se requerirían de inflaciones cada vez más altas para sorprenderlos e influir temporalmente en la actividad económica. Así, el intento de las autoridades por promover el crecimiento económico a través de la política monetaria conduce a un incremento acelerado de la inflación y no logra su objetivo de aumentar de manera permanente la producción.

Expectativas Racionales y Política Monetaria

Lucas (1976) y Sargent y Wallace (1976) mostraron que, si un banco central intenta explotar de una manera sistemática la relación entre inflación y desempleo, ésta puede desaparecer incluso en el corto plazo. Previo a los trabajos de estos autores era común suponer que los agentes económicos tenían expectativas adaptativas y

que pronosticaban la inflación en función de la inflación pasada. En este contexto, si las autoridades monetarias generan inflaciones cada vez más elevadas, la inflación esperada por los agentes siempre será menor que la observada. Es decir, los agentes sistemáticamente subestiman la inflación. Tanto Lucas como Sargent y Wallace cuestionaron el supuesto de expectativas adaptativas, ya que los agentes privados pueden percatarse de que ciertos acontecimientos, como la implementación de políticas monetarias expansivas, pueden aumentar la inflación.

Los autores referidos introdujeron la hipótesis de expectativas racionales al análisis de la política monetaria. Según esta hipótesis, al formar sus expectativas los agentes económicos usan de una manera óptima toda la información de que disponen. Los agentes pueden cometer errores en sus pronósticos pero éstos no son sistemáticos. Por consiguiente, los bancos centrales no pueden explotar los errores de pronóstico de los agentes para reducir el desempleo. Al presentarse expansiones monetarias de manera sistemática, los agentes comenzarían a actualizar sus contratos con mayor frecuencia y a protegerse respecto a posibles aumentos futuros de precios. Por tanto, el resultado final será mayor inflación sin un incremento favorable en la actividad económica. Así, el supuesto dilema entre inflación y desempleo puede desaparecer incluso en el corto plazo.

En suma, de acuerdo con la teoría económica no es posible aumentar la producción potencial de la economía a través de políticas monetarias sistemáticamente expansivas.

Estabilización de la Actividad Económica

Aunque la política monetaria no puede afectar permanentemente la producción y el empleo, podría argumentarse que, en principio, podría usarse para moderar las fluctuaciones de la actividad económica a lo largo del tiempo. Al respecto, conviene distinguir entre choques de demanda y de oferta. En cuanto a los primeros, partiendo de una situación en que la inflación se encuentra en su meta y la actividad económica en su nivel potencial, una menor demanda agregada tendería a propiciar que la inflación disminuya por debajo de su meta y que la producción observada fuese menor al producto potencial. Bajo estas circunstancias, no habría una disyuntiva entre estabilizar la inflación o la actividad económica y, en consecuencia, la respuesta de política monetaria apuntaría hacia un relajamiento.

Por otra parte, en el caso de perturbaciones de oferta, estas tienden a provocar que la inflación y el producto se muevan en direcciones opuestas. Por ejemplo, ante un choque adverso de oferta, la inflación se ubicaría por encima de su meta mientras que la actividad económica disminuiría por debajo de su nivel potencial. En este escenario, surgiría una disyuntiva entre estabilizar la inflación o la actividad económica. En un contexto de expectativas de inflación ancladas los choques de oferta solamente tendrían efectos transitorios sobre la inflación. Bajo estas circunstancias, los bancos centrales, por lo general, no restringen la política monetaria. De esa manera, evitan que la actividad económica se vea afectada en una mayor magnitud.

Cabe destacar que, en caso de choques permanentes que afecten el crecimiento potencial de la economía, la postura monetaria debe ajustarse para contribuir a que la expansión de la demanda agregada se ajuste al nuevo crecimiento potencial de la economía.

En adición a lo anterior, es importante hacer algunas consideraciones generales sobre la adopción de una política monetaria contra-cíclica. Es importante destacar que la posibilidad de aplicar una política de este tipo, depende en buena medida de que el público crea en el compromiso del Banco Central de preservar el poder adquisitivo de la moneda, y de que, como consecuencia, las expectativas de inflación estén bien ancladas (Woodford, 2007). Así, si las expectativas de inflación no están bien ancladas y el Banco Central implementa una política monetaria expansiva, los agentes económicos pueden pensar que la autoridad monetaria tiene una actitud complaciente con la inflación y, en consecuencia, pueden revisar al alza sus expectativas de inflación. Ello propiciaría que las tasas de interés de mediano y largo plazo tiendan a subir, como resultado de las mayores expectativas de inflación, así como de una mayor prima por riesgo inflacionario. De esta manera, el “desanclaje” de las

expectativas de inflación dificulta la estabilización de la actividad económica a través de una política monetaria contra-cíclica (Mishkin, 2008).

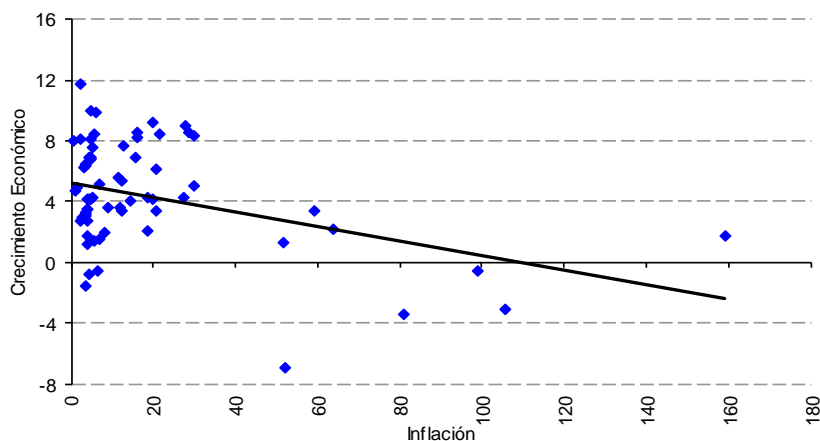
Considerando lo anterior, para que una política monetaria contra-cíclica sea efectiva es indispensable que la autoridad monetaria haya consolidado plenamente un entorno de estabilidad de precios y que las expectativas de inflación de mayor plazo se encuentren firmemente ancladas en la meta de inflación. Lo anterior es crucial para que el relajamiento de la política monetaria no propicie una pérdida de confianza sobre el compromiso del Banco Central de mantener la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda. Es primordial que los agentes económicos perciban que el relajamiento monetario será temporal y que se revertirá una vez que la economía haya salido de la recesión.

Evidencia Empírica

Diversos trabajos empíricos han confirmado que una expansión monetaria no genera un aumento permanente en el producto. McCandless y Weber (1995), usando datos de 110 países, encontraron una correlación cercana a uno entre la inflación promedio y la tasa promedio de crecimiento de la oferta de dinero, instrumento de política monetaria comúnmente usado en el pasado durante el periodo de 1960 a 1990, pero no encontraron relación alguna entre la inflación y la tasa de crecimiento del producto. Por su parte, King y Watson (1992), usando vectores autoregresivos y datos de Estados Unidos, encontraron evidencia de que un aumento permanente en la inflación no está asociado con un movimiento permanente del producto. Posteriormente, Weber (1994) obtuvo el mismo resultado para los países del G-7 y Bullard y Keating (1995), con una muestra de 16 países, encuentran que en la mayoría de los casos, incluido el de México, la respuesta de largo plazo del producto ante un aumento permanente de la inflación no es estadísticamente diferente de cero.

En el caso de México, al igual que en otras economías, en el pasado se implementaron políticas monetarias expansivas que si bien en algunos casos llegaron a tener un impacto sobre la actividad económica, este resultó transitorio. En última instancia dichas políticas solamente condujeron a episodios de inflación elevada, en los cuales incluso la actividad económica llegó a contraerse debido a las distorsiones que una inflación alta y variable genera. Es decir, la evidencia derivada de la experiencia mexicana en el pasado, la cual se describe a continuación, sugiere que en episodios de inflación elevada no sólo no se ha inducido mayor crecimiento, sino que por el contrario la inflación elevada y la concomitante inestabilidad macroeconómica condujeron a un desempeño negativo de la actividad. En efecto, la Gráfica 1 sugiere que en el caso de México no existe una relación positiva entre inflación y crecimiento económico, sino que esta más bien parecería ser negativa.

Gráfica 1
México: Crecimiento Económico e Inflación, 1950-2017
Por ciento



Fuente: Estadísticas del Fondo Monetario Internacional, Banco de México e INEGI.

Entre los muchos canales a través de los cuales la inflación puede incidir negativamente en la actividad económica y el bienestar, se pueden mencionar una asignación ineficiente de recursos, menores niveles de inversión, un proceso de desintermediación financiera, así como una mayor desigualdad en la distribución del ingreso y la riqueza.

Inflación y Actividad Económica

Uno de los efectos negativos más importantes que la inflación genera es la incertidumbre sobre la evolución futura de los precios, la cual de acuerdo con la evidencia empírica, aumenta en la medida que el nivel de la inflación es mayor (Evans y Wachtel 1993, Golob 1993, 1994). Ello es relevante ya que los precios de los diferentes bienes y servicios resumen información que se requiere para la toma de decisiones. Una inflación elevada y variable, en consecuencia, distorsiona la información que transmiten los precios y propicia que las decisiones de las familias y empresas no sean las correctas. En adición a lo anterior, la mayor incertidumbre sobre la evolución futura de la inflación también dificulta la planeación a largo plazo por parte de los agentes económicos, lo cual afecta negativamente la inversión en capital físico y humano, y, en consecuencia, el crecimiento económico.

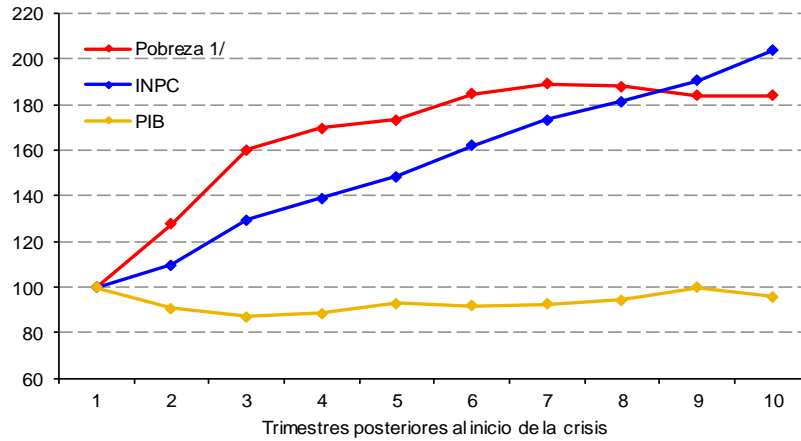
Uno de los sectores que se ve afectado significativamente por una inflación elevada es el financiero, el cual permite que los recursos de los ahorradores sean destinados a los fines más rentables en la economía. En situaciones en las que la inflación es alta e inestable, el rendimiento de los instrumentos de ahorro puede no compensar los aumentos en precios, por lo que los agentes económicos prefieren destinar sus recursos a otros fines, como la adquisición de bienes durables y bienes raíces o bien canalizan sus recursos al sistema financiero internacional. Esta desintermediación financiera reduce la oferta de fondos que podrían ser destinados a la inversión productiva lo que, en última instancia, afecta de manera negativa al crecimiento económico y al empleo.

Diversos estudios empíricos como Bruno y Easterly (1995) y Judson y Orphanides (1996), entre otros, han encontrado una relación negativa entre inflaciones elevadas y crecimiento económico.

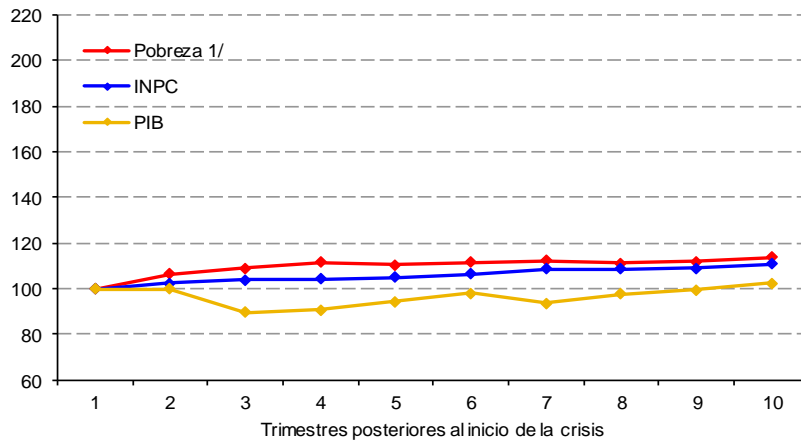
Inflación, Desigualdad y Pobreza

Un efecto claro de la inflación es la pérdida del poder adquisitivo del dinero. En este sentido, la inflación puede verse como un impuesto que grava los saldos monetarios. Aquellos individuos que mantienen relativamente más efectivo, terminan pagando una mayor proporción del impuesto. Generalmente, los estratos de la población de menores ingresos carecen de acceso al sistema financiero, o éste es muy limitado, por lo que se ven obligados a mantener una mayor proporción de su riqueza en efectivo. En este contexto, la inflación es un impuesto regresivo, ya que en una situación inflacionaria la riqueza de la población de menores ingresos se deteriora en mayor proporción que la de los estratos de mayores ingresos, con lo cual se genera mayor desigualdad y pobreza. Para ilustrar lo anterior, la Gráfica 2 muestra que durante la crisis financiera de 1994 la inflación aumentó en México más que durante la crisis financiera internacional de 2008. En consecuencia la pobreza aumentó en mayor medida durante el primer episodio.

Gráfica 2
Porcentaje de Pobres, PIB e INPC
 Índices inicio de la crisis = 100
Gráfica 2a. Inicio de la Crisis = 4T 1994



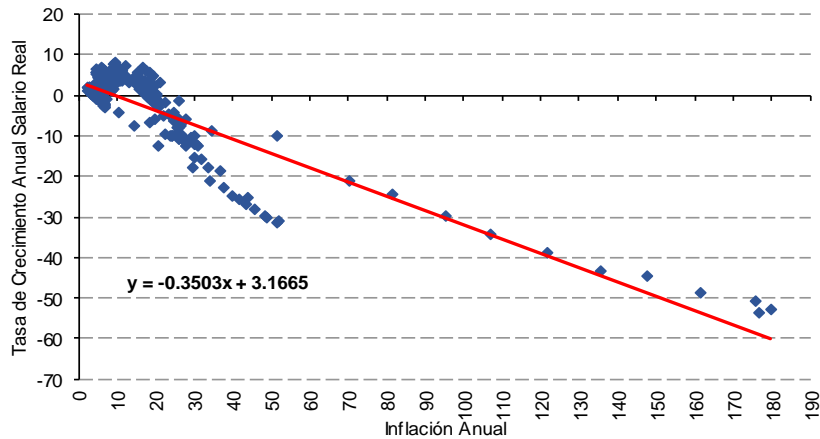
Gráfica 2b. Inicio de la Crisis = 3T 2008



1/ Se refiere a la proporción de la población que tiene ingresos laborales por debajo de la línea de pobreza alimentaria definida por CONEVAL indexada a la fecha señalada.
 Fuente: Alacarz 2018, elaborado con datos de Banco de México, CONEVAL e INEGI.

Por otra parte, los trabajadores cuyos salarios se encuentran sujetos a contratos laborales también se ven afectados por aumentos no anticipados en la inflación. A los trabajadores les interesa el salario real, es decir el poder de compra de los salarios nominales que perciben. Por consiguiente, al negociar los contratos salariales toman en consideración la inflación que esperan para el periodo de vigencia del contrato. De esta manera, una inflación mayor a la esperada por los agentes al momento de firmar el contrato los perjudica, pues terminan percibiendo un salario real menor al esperado. La Gráfica 3 muestra que en el caso de México una mayor inflación se encuentra asociada con una mayor caída en los salarios reales.

Gráfica 3
Inflación y Salario Contractual Real: 1988-2018 ^{1/}
 Por ciento



1/ La cifra para 2018 se refiere al dato del mes de septiembre.
 Fuente: Banco de México, INEGI y Secretaría del Trabajo y Previsión Social.

En suma, en un ambiente inflacionario la distribución de ingreso tiende a deteriorarse. Diversos trabajos empíricos han corroborado el efecto adverso que una inflación elevada genera sobre la distribución del ingreso. Romer y Romer (1998) encuentran en un estudio a nivel internacional que en el largo plazo la inflación tiene un efecto regresivo.

Consideraciones Finales

La teoría y la experiencia internacional han demostrado que la política monetaria no puede incrementar permanentemente la actividad económica y al empleo. De otra manera, no habría economías con un bajo nivel de desarrollo, ya que éstas habrían resuelto dicho problema a través de una política monetaria expansionista. Cuando se intenta impulsar sistemáticamente la actividad económica mediante una política monetaria expansiva, lo único que se genera son inflaciones cada vez mayores sin incidir favorablemente sobre el crecimiento económico.

En este contexto, se puede afirmar que la mejor contribución que la política monetaria puede hacer para fomentar un crecimiento económico sostenido es a través de la estabilidad de precios. Un ambiente de inflación baja y estable propicia que existan menos distorsiones en la economía y que se generen las condiciones para mejorar la capacidad productiva de la economía a través de la inversión en capital físico y humano. Sin embargo, la estabilidad de precios es condición necesaria más no suficiente para que se registre un crecimiento sostenido. Ello debido a que el crecimiento económico depende de aspectos de la economía tales como la disponibilidad de factores productivos (capital físico y humano), la eficiencia con la que se utilizan dichos factores, así como del progreso tecnológico y un marco institucional que genere los incentivos adecuados para la creación de valor y que prevenga la extracción de rentas.

Referencias

- Alcaraz, C. (2018), "Effects of Inflation on Poverty on México", Mimeo.
- Bullard, J. y J. Keating (1995), "The Long-Run Relationship between Inflation and Output in Postwar Economies", *Journal of Monetary Economics*, 36.
- Bruno, M.I y W. Easterly, (1995), "Inflation Crises and Long-Run Growth" NBER 5209.

- Evans, M. y P. Wachtel (1993), "Inflation Regimes and the Sources of Inflation Rate and Inflation Uncertainty", *Journal of Money, Credit and Banking*, 25, Agosto.
- Friedman, M. (1968), "The Role of Monetary Policy", *The American Economic Review*, 58(1).
- Golob, J. (1993), "Inflation, Inflation Uncertainty, and Relative Price Variability: a Survey", *Documento de Investigación 93-15*, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Golob, J. (1994), "Does Inflation Uncertainty Increase with Inflation?", *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- King, R. y M. Watson (1992), "Testing Long-Run Neutrality", NBER 4156.
- Judson, R. y A. Orphanides, (1996), "Inflation, Volatility and Growth", *Finance and Economic Discussion Paper No. 96-19*. Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Lucas, R. (1976), "Econometric Policy Evaluation: A Critique", *Journal of Monetary Economics*, 1, Supplementary Series.
- McCandless G. y W. Weber (1995), "Some Monetary Facts" *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 19(3)
- Mishkin, F.c (2008), "Does Stabilizing Inflation Contribute to Stabilizing Economic Activity?", *Documento de Investigación 13970*, NBER.
- Phelps, E. (1967), "Phillips Curves, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment over Time", *Economica*, 34.
- Romer, C. y D. Romer (1998), "Monetary Policy and the Well-Being of the Poor", *The Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium, Income Inequality: Issues and Policy Options*.
- Sargent, T. y N. Wallace (1976), "Rational Expectations and the Theory of Economic Policy", *Journal of Monetary Economics*, 2(2).
- Weber, A., (1994), "Testing Long-run Neutrality: Empirical Evidence for G-7 Countries with Special Emphasis on Germany", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 41
- Woodford, M., "The Case for Forecast Targeting as a Monetary policy Strategy", *Journal of Economic Perspectives*, 21(4)