

Nueva Estrategia de Política Monetaria de la Reserva Federal

Extracto del Informe Trimestral Julio - Septiembre 2020, Recuadro 1, pp. 14-17, Noviembre 2020

Introducción

En agosto del año en curso, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal de Estados Unidos anunció la aprobación de la actualización de su declaración de objetivos de largo plazo y de estrategia de política monetaria. En particular, se introdujo un esquema flexible de metas promedio de inflación y un objetivo asimétrico e inclusivo de máximo empleo. De acuerdo con este Instituto Central, estos cambios reconocen explícitamente los retos que un entorno de tasas de interés persistentemente bajas implican para la conducción de la política monetaria. En particular, este entorno hace que sea más probable que la tasa de referencia se vea restringida por el límite inferior efectivo, lo que en este contexto limita la efectividad de la política monetaria ante la debilidad de la actividad económica prevaleciente (Reserva Federal, 2020). Entre las condiciones de la economía estadounidense que han conducido a esta situación, las cuales también están presentes en otras economías avanzadas, destacan que el producto potencial y la tasa neutral de interés han disminuido, y que la inflación y sus expectativas han permanecido persistentemente por debajo de la meta de la autoridad monetaria. Cabe destacar que estas condiciones no necesariamente están presentes en las economías emergentes. Si bien la menor actividad económica podría conducir a menores tasas neutras de interés también en estas economías, otros factores, como mayores primas de riesgo y un menor acceso al financiamiento externo, podrían estar moviendo dichas tasas en la dirección opuesta. Aunado a lo anterior, en las economías emergentes la inflación y sus expectativas no se han ubicado de manera persistente por debajo de las metas de sus bancos centrales a lo largo de un periodo prolongado. En suma, los cambios referidos en la estrategia de política monetaria de la Reserva Federal no necesariamente se aplican a otras economías, como las emergentes, que enfrentan condiciones distintas a las prevalecientes en Estados Unidos y, en general, en diversas economías avanzadas.

Cambios en la estrategia de política monetaria

A principios de 2019, la Reserva Federal inició la revisión de su marco para la política monetaria. De acuerdo con este Instituto Central, entre los factores que motivaron dicho proceso de revisión, destacan los siguientes (Powell, 2020, Clarida, 2020):

- a) La disminución de la tasa de crecimiento potencial de la economía debido, entre otros factores, a una reducción en el ritmo de crecimiento de la productividad, así como a factores demográficos como un menor crecimiento de la población y el envejecimiento de la misma.
- b) Lo anterior, entre otros factores, a su vez pudo haber conducido a una reducción en la tasa neutral de interés, lo cual tiene implicaciones importantes para la política monetaria. En particular, durante recesiones el espacio para recortar la tasa de fondos federales y apoyar la recuperación de la economía ahora es menor.
- c) La última expansión económica, que resultó más prolongada que las anteriores, condujo al mayor fortalecimiento del mercado laboral en mucho tiempo. En particular, la tasa de desempleo se ubicó en los niveles más bajos de los últimos cincuenta años.
- d) Este fortalecimiento del mercado laboral a su vez no generó aumentos significativos de la inflación, ello debido al aplanamiento de la curva de Phillips. Asimismo, las expectativas de inflación de largo

plazo, que se han situado por debajo de 2 por ciento, también contribuyeron a los bajos niveles de inflación.

En general, en este proceso de revisión del marco de política monetaria se han considerado tres aspectos: la estrategia de política monetaria; las herramientas de política; y la estrategia de comunicación que la Reserva Federal utiliza para alcanzar sus objetivos de estabilidad de precios y de máximo empleo. En cuanto al primero de estos aspectos, en agosto de este año la Reserva Federal anunció su nueva declaración de objetivos de largo plazo y de estrategia de política monetaria. Entre las modificaciones que se introdujeron destacan las siguientes:

- a) En cuanto a su mandato de estabilidad de precios, la Reserva Federal anunció la adopción de un esquema flexible de metas promedio de inflación, con el cual se busca que la inflación se ubique en promedio en 2 por ciento a lo largo del tiempo. Ello implica que después de periodos en los que la inflación se haya situado por debajo de 2 por ciento, se buscaría que por cierto tiempo esta se sitúe moderadamente por arriba de dicho nivel. Este esquema se ha catalogado como flexible debido a que no se ha definido el horizonte específico que podría usarse para calcular el promedio de inflación, ni los valores máximos de inflación que se tolerarían.
- b) Con respecto a su mandato de máximo empleo, la Reserva Federal estableció que este será generalizado e inclusivo. Además, señaló que la política monetaria respondería ante deficiencias o déficits respecto del nivel de máximo empleo y no ante desviaciones respecto a dicho nivel, como lo hacía previamente. Es decir, la Reserva Federal ya no reaccionaría ante situaciones en las que la ocupación de la fuerza laboral se ubique por arriba de su nivel de pleno empleo, a menos de que se presenten presiones inflacionarias.

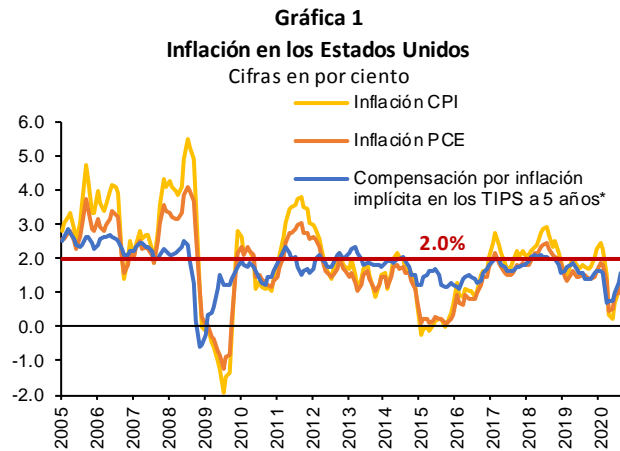
Implicaciones sobre la efectividad de la política monetaria

El propósito de los cambios anunciados a la estrategia de política monetaria de la Reserva Federal es aumentar la efectividad de la política monetaria para alcanzar los objetivos de estabilidad de precios y de máximo empleo. Ello en un contexto donde la tasa neutral ha disminuido y la inflación ha permanecido por debajo de la meta de la Reserva Federal durante un periodo prolongado (Gráfica 1). Esto último, a su vez, ha contribuido a que las expectativas de inflación de mayor plazo también se ubiquen persistentemente en niveles inferiores a dicha meta, dando lugar a una retroalimentación negativa entre la inflación y sus expectativas (Powell, 2020). Bajo estas condiciones, las tasas de interés nominales tienden a ser menores, por lo que es más probable que la tasa de fondos federales se vea restringida por su límite inferior efectivo. Por consiguiente, ante choques adversos el banco central tendría un menor espacio para reducir la tasa de referencia, antes de llegar al límite inferior efectivo.

Con el propósito de ilustrar este punto, considérese una economía donde r^* and π^* son la tasa neutral de interés real y la meta de inflación, respectivamente. En un escenario en que las expectativas de inflación se encuentren ancladas en la meta referida, la tasa de interés nominal sería igual a $i^* = r^* + \pi^*$. En presencia de choques adversos, la autoridad monetaria podría reducir la tasa nominal en $r^* + \pi^*$, antes de llegar al límite inferior efectivo, donde la tasa real ex ante sería igual a $-\pi^*$. No obstante, si las expectativas de inflación π^e se encuentran ancladas en un nivel por debajo de la meta del banco central, la tasa de interés nominal sería $i = r^* + \pi^e$ y, en consecuencia, el banco central únicamente podría reducir la tasa de interés en $r^* + \pi^e$, antes de verse restringido por el límite inferior efectivo, donde la tasa real ex-ante sería $-\pi^e$. En este último caso, el espacio para proporcionar estímulo monetario sería menor.

En principio, un régimen de metas promedio de inflación puede contribuir a evitar lo anterior y, en consecuencia, permitiría que un banco central se encuentre en condiciones de proporcionar un mayor estímulo monetario. Ello, en la medida en que los agentes económicos perciban que la autoridad monetaria, en efecto, puede conseguir que la inflación, en promedio, se ubique en la meta de inflación del banco central a lo largo del tiempo.

Lo anterior evitaría que las expectativas de inflación se sitúen por debajo de la meta referida, en escenarios en los que la inflación observada haya permanecido en niveles inferiores a dicha meta.



* La compensación por inflación implícita (*US Breakeven Inflation Rate*) se obtiene de restar la tasa nominal en bonos de tesoro menos la tasa real de los *TIPS* (Treasury Inflation-Protected Securities) al mismo plazo. Datos mensuales a octubre 2020.

Fuente: Bloomberg y Reserva Federal de St. Louis.

En la coyuntura actual, se espera que la nueva estrategia de la Reserva Federal conduzca a una política monetaria acomodaticia durante un mayor tiempo y que ello contribuya a que las expectativas de inflación se incrementen a partir de los bajos niveles en los que se encuentran. Ello, a su vez, conduciría a una reducción de tasa de interés ex-ante y, en consecuencia, a un mayor estímulo monetario.

Consideraciones sobre el régimen de metas promedio de inflación

En la literatura se han planteado diversos elementos que los bancos centrales deben tomar en consideración al adoptar un régimen de metas promedio de inflación.

- a) Cambiar el régimen de política monetaria podría generar incertidumbre en caso de que los agentes económicos no entiendan cómo funciona el nuevo régimen (Bernanke, 2017). En este sentido, los bancos centrales enfrentan el reto de comunicar de manera clara al público la forma en que la política monetaria se conducirá bajo el nuevo régimen.¹
- b) En presencia de choques de oferta, como aumentos en la productividad, que conduzcan a una reducción de la inflación por debajo de la meta del banco central, la política monetaria tendría que relajarse en mayor medida para que la inflación aumente por encima de dicha meta (Bernanke, 2017). Ello con la finalidad de que, en efecto, el promedio de la inflación se ubique en la meta del banco central. No obstante, lo anterior podría propiciar una mayor volatilidad de la actividad económica y del empleo.
- c) En un escenario como el actual en Estados Unidos, la política monetaria se mantendría acomodaticia durante un mayor lapso, lo que puede conducir a que los precios de los activos se desvíen de sus valores fundamentales. Ello, a su vez, puede aumentar los riesgos para la estabilidad financiera (Capital Economics, 2020).

¹ Al respecto, se ha argumentado la conveniencia de que la Reserva Federal siga un enfoque basado en reglas. En particular, que sea específica sobre el horizonte en el cual se calcularía el promedio de inflación (Taylor, 2020).

- d) Aunado a lo anterior, aun cuando las características del nuevo régimen se comuniquen con claridad y los agentes económicos entiendan cómo funciona, el banco central enfrentaría, en la práctica, retos para lograr que las expectativas de inflación aumenten.
- i. En general, la formación de expectativas de inflación de los agentes económicos es un proceso complejo, el cual no depende únicamente de la meta de inflación que defina el banco central y de la estrategia de política monetaria, sino también de los choques que enfrenta la economía. Además, en dicho proceso puede haber un fuerte componente inercial, en la medida en que una parte de los agentes, al formar sus expectativas, tomen en consideración la inflación observada en el pasado (Claussens y Andersson, 2017).
 - ii. Los bajos niveles de inflación observados pueden obedecer en cierta medida a factores estructurales, tales como cambios tecnológicos y el proceso de globalización económica, que han ejercido presiones a la baja sobre la inflación (Obstfeld, 2020). Asimismo, se han presentado importantes choques desinflacionarios, como los asociados a la crisis financiera global y, recientemente, con la crisis del COVID-19. Por consiguiente, las expectativas de inflación se han visto afectadas por una reducción estructural de la inflación y por la ocurrencia de choques desinflacionarios significativos. En este contexto, modificar las expectativas de inflación de los agentes económicos en la dirección en que se desea posiblemente no sea una tarea sencilla.

Implicaciones para las economías de mercados emergentes

Como se mencionó, en la coyuntura actual la nueva estrategia de política monetaria de la Reserva Federal implicaría una postura monetaria acomodaticia durante más tiempo. En este contexto, podría argumentarse que existe el riesgo de que dicha postura conduzca a un proceso de búsqueda de rendimientos entre los inversionistas. Ello, a su vez, podría contribuir a un episodio de flujos significativos de capital hacia las economías emergentes, generando presiones hacia la apreciación de sus monedas. Un fenómeno similar se presentó con la adopción de las medidas de relajamiento cuantitativo en las principales economías avanzadas, en respuesta a la crisis financiera global de 2008-2009.

No obstante, es importante hacer una distinción entre la coyuntura actual y las condiciones que prevalecieron durante la crisis financiera global. Esta última tuvo su epicentro en las economías avanzadas, en particular en el sistema financiero de los Estados Unidos. Dicha crisis se propagó a las economías emergentes a través de diversos canales. Sin embargo, estas últimas mantuvieron, en general, una posición relativamente más favorable que las economías avanzadas. Esto último también pudo haber contribuido a los flujos de capital hacia las economías emergentes en el periodo referido. En contraste, la epidemia del COVID-19 y los choques asociados a la misma, han tenido fuertes repercusiones tanto en economías avanzadas como en emergentes, de tal manera que estas últimas no tienen una posición relativamente más favorable. Ello podría propiciar que en esta ocasión los flujos financieros posiblemente no sean de la misma magnitud que en el periodo previo descrito.

Por otra parte, diversos bancos centrales de economías avanzadas, como el Banco Central Europeo y el Banco de Japón, entre otros, también están revisando sus marcos de política monetaria, o al menos lo están considerando. Con respecto a la posibilidad de que los bancos centrales de economías emergentes introduzcan modificaciones similares a las anunciadas por la Reserva Federal, es importante hacer las siguientes consideraciones. Los cambios referidos son una respuesta a condiciones particulares en la economía estadounidense y, en general, en diversas economías avanzadas. No obstante, estas condiciones no necesariamente están presentes en las economías emergentes. Si bien los choques asociados con la pandemia del COVID-19 han contribuido recientemente a una reducción de la inflación en diversas economías emergentes, la inflación y sus expectativas no han permanecido persistentemente por debajo de las metas de los bancos centrales a lo largo de un periodo prolongado, como ha sido el caso en las economías avanzadas. Adicionalmente, en cuanto a la tasa neutral de interés en las economías emergentes, si bien la posibilidad de un menor

crecimiento potencial podría conducir a una reducción en dicha tasa, hay otros factores que podrían moverla en sentido contrario, en particular, una menor disponibilidad de financiamiento externo y primas de riesgo más elevadas.

Conclusiones

La Reserva Federal de los Estados Unidos ha introducido cambios a su estrategia de política monetaria, los cuales buscan aumentar su efectividad. Ello en un contexto en que diversos factores, tales como la reducción de la tasa neutral de interés y expectativas de inflación persistentemente por debajo de la meta de 2 por ciento, aumentaron el riesgo de que la tasa de fondos federales se vea restringida por el límite inferior efectivo. En principio, los cambios anunciados, en particular la introducción de una meta promedio de inflación, podrían contribuir a proporcionar un mayor estímulo monetario. No obstante, la Reserva Federal en la práctica enfrenta retos importantes para la implementación de los cambios anunciados. En particular, ante una inflación estructuralmente baja y choques desinflacionarios significativos, inducir aumentos en las expectativas de inflación de los agentes económicos posiblemente sea una tarea complicada. Finalmente, es importante destacar que los cambios referidos han sido una respuesta a las condiciones particulares que enfrenta la economía estadounidense, las cuales no necesariamente están presentes en otras economías, como las emergentes.