

La Fed y las expectativas inflacionarias



Oussama Himani
Director de Inversiones
o@parkviewgroup.com

Londres
20 de septiembre de 2020

Después de casi un año de debate público, la Fed anunció un cambio sutil pero importante dentro de su marco de política monetaria. En lugar de apuntar hacia una tasa de inflación del 2%, la Fed buscará lograr una tasa de inflación promedio del 2% a lo largo del tiempo.

Este cambio parece simple a primera vista, pero las consecuencias podrían ser de gran alcance. En efecto, la Fed ya no está comprometida a actuar una vez que la inflación alcanza el 2%. La inflación pasada ahora va a ser relevante. Si la inflación había estado ligeramente por debajo del objetivo del 2% durante mucho tiempo, podríamos esperar que la Fed tolerará una inflación levemente superior al 2% durante mucho tiempo. Asimismo, podría también tolerar una tasa de inflación significativamente superior al 2% durante un periodo de tiempo más corto. En otras palabras, La Fed ha introducido un nuevo e importante elemento de incertidumbre en la capacidad de los mercados de anticipar su función de reacción.

Una de las razones de este cambio es que la inflación ha estado obstinadamente baja durante muchos años. La inflación subyacente medida por el Gasto de Consumo Personal (PCE por sus siglas en inglés) es del 1,75% promedio en los últimos 20 años, manteniéndose alrededor del 1,5% durante los últimos 10. Hoy día apenas supera el 1%. La relación de vieja data establecida entre la inflación y el desempleo, conocida como la curva de Phillips, parece que ya no se mantiene. La inflación no aumentó durante la expansión económica que precedió la crisis de Covid-19, a pesar de que en los EEUU se podía hablar de pleno empleo.

El hecho de una inflación obstinadamente baja, pese a condiciones monetarias permisivas según estándares históricos, significa que las herramientas de la Fed son limitadas. Ben Bernanke es uno de los muchos prominentes economistas y asesores de política económica quienes han argumentado que, cuando la inflación es “demasiado baja”, la habilidad de los bancos centrales para combatir recesiones en el futuro es limitada. Esto es porque cuando la inflación está obstinadamente baja, las tasas de interés pueden permanecer cercanas a cero.

Sin duda, Covid-19 ha expuesto las limitaciones de las herramientas a disposición de la Fed para determinar tasas de interés. De hecho, se ha requerido la creación de dinero a niveles sin precedentes, a través de la compra de bonos del Tesoro. La Fed ha eludido las medidas implementadas por otros bancos centrales, tales como la implementación de tasas de interés negativas, o intentos de controlar la curva de rendimiento comprometiéndose a la compra de valores de vencimientos más largos a un precio predeterminado.

El nuevo marco de referencia es un intento de aumentar las expectativas de inflación, al comprometerse a tolerar una inflación superior al 2% por un periodo indeterminado. El efecto de este cambio es extender las expectativas de duración de la actual política monetaria.

El fenómeno de una inflación “demasiado baja” no es un fenómeno exclusivamente estadounidense. El BCE y el BoJ han estado luchando con una inflación baja. En periodos más recientes, la inflación hacia la baja ha sorprendido igualmente a muchos mercados emergentes. Más notablemente en Brasil, donde la inflación se redujo a un tal grado que permitió al banco central reducir las tasas a niveles sin precedentes.

Los economistas no están completamente seguros del por qué la baja inflación ha sido un problema persistente. Pero el hecho de que es baja a nivel global sugiere que fuerzas globales están en juego. Se puede argumentar que la evolución de los bancos centrales (el aumento de la independencia y objetivos de inflación) al final ha triunfado. Pero esta no puede ser toda la historia. Los bancos centrales ciertamente han ganado credibilidad. No obstante, los debates en curso y la evolución de la política monetaria son en sí mismos una señal de que los bancos centrales tienen menos confianza en sus herramientas de lo que muchos observadores creen.

Una explicación más convincente de la ausencia de inflación tiene que ver con la competencia global. El periodo desinflacionario desde la década de 1990 coincide con un crecimiento del comercio global sin precedentes. La creciente competencia, la globalización de las cadenas de suministro, y la consecuente disminución de los costos de producción han, en conjunto, contribuido a moderar las presiones inflacionarias.

¿De cara al futuro, pueden la Fed y otros bancos centrales lograr elevar las expectativas inflacionarias? La respuesta no es tan clara. Como no estamos completamente seguros de las razones por las que la inflación se ha mantenido obstinadamente baja, no podemos estar seguros de los factores que puedan aumentarla. Dicho esto, el balance de los riesgos no sugiere que el status quo pueda mantenerse. Existen tres razones.

Primero, la batalla contra la alta inflación se ganó cuando los bancos centrales, liderados por la Reserva Federal de Paul Volker, demostraron una independencia real al desvincular las decisiones de política monetaria de los ciclos políticos: él ignoró las conveniencias políticas de la reelección de Jimmy Carter. Los bancos centrales de hoy, aunque son más formalmente independientes, actúan de forma menos independiente. Consideremos, por ejemplo, la magnitud del financiamiento monetario de los déficits fiscales. Denominada como “coordinación de la política fiscal y monetaria”, esta forma de creación directa de dinero para financiar déficits fiscales era tabú hace una década.

Segundo, la globalización ha alcanzado su techo. El comercio global como fracción del PIB global ha dejado de crecer desde ya unos años antes de la elección de Trump en 2016. Hoy, esta proporción está disminuyendo. Independientemente de cómo se resuelvan las disputas comerciales actuales, la crisis de Covid-19 ha elevado la necesidad, tanto para empresas como para países, de diversificar las cadenas de suministros y de aumentar la manufactura doméstica. Este proceso necesariamente aumentará los costos. Más importante aún, esto también significa menos competencia global lo que mantendrá baja la inflación.

Tercero, la ausencia de presiones inflacionarias ha desviado la atención de la banca central hacia otras prioridades políticas. Hay un debate en curso en el BCE y otros bancos centrales, por ejemplo, sobre maneras en las que las políticas monetarias y prudenciales puedan ser utilizadas para avanzar en la agenda climática. Hay una discusión de la Fed sobre cómo las herramientas monetarias pueden ser utilizadas para identificar diferencias en el desempleo entre diferentes grupos raciales. Estos son los tipos de prioridades que históricamente han sido enteramente competencia de políticas fiscales y regulatorias. Iniciando estas discusiones, los bancos centrales están señalando que la inflación es un objetivo de política importante, aunque no siempre primordial.

Si bien existen razones muy sólidas por las que creemos que las expectativas de inflación deberían aumentar en el mediano plazo, es más difícil argumentar que aumentarán en el corto plazo. La crisis de Covid-19 ha amortiguado la demanda a pesar del impresionante nivel de soporte fiscal y monetario. Es probable que la incertidumbre sobre la duración del continuo apoyo fiscal, el creciente desempleo e inseguridad laboral, mantengan la demanda apagada.

Mientras que la economía global se recupera, las condiciones monetarias expansivas junto con los bancos centrales intentando activamente de aumentar las expectativas inflacionarias, preparan el escenario para un cambio radical. La próxima vez que se incrementen las expectativas inflacionarias, habrá sin embargo también un incremento de la incertidumbre sobre la fuerza y velocidad de respuesta.

Ninguno de estos riesgos se refleja en el mercado de bonos. En términos reales, los rendimientos son negativos en la mayoría de los vencimientos para casi todas las economías desarrolladas. En EE. UU., donde la Fed ha decidido no utilizar sus compras de bonos para fijar un límite al rendimiento para vencimientos más largos, es imposible justificar los rendimientos actuales de los bonos a largo plazo basándose en los fundamentos. Como consecuencia buscaremos reducir significativamente, dentro del mediano plazo, nuestras asignaciones en activos de renta fija a largo plazo.

La elaboración de este documento así como las opiniones expresadas en él son de Parkview S.A. a partir de la fecha de su escritura y están sujetas a cambios. Se ha preparado únicamente con fines informativos y para uso del destinatario. No constituye una oferta o invitación de o en nombre de Parkview S.A. a ninguna persona a comprar o vender ningún activo. Ninguna disposición contenida en este material constituye asesoría de inversión, asesoría legal, contable o fiscal, o una declaración de que cualquier inversión o estrategia es adecuada o apropiada a sus circunstancias individuales ni constituye una recomendación personal. El precio y el valor de las inversiones mencionadas y cualesquiera ingresos que puedan acumularse pueden fluctuar, y pueden aumentar o caer. Cualquier referencia al desempeño pasado no es una guía para el futuro. La información y los análisis contenidos en esta publicación han sido compilados y obtenidos a partir de fuentes que se consideran fiables, pero Parkview S.A. no representa su exactitud o integridad y no acepta responsabilidad alguna por cualquier pérdida derivada de su uso.