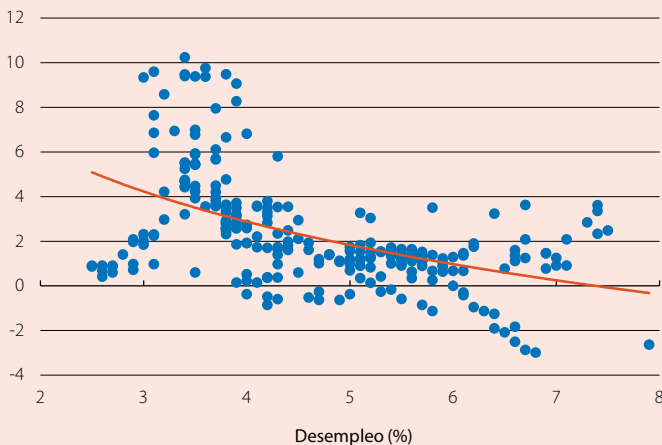


Expectativas: la llave de la política monetaria

Posiblemente, la política monetaria y los bancos centrales evoquen al lector la imagen de hombres¹ de facciones serias y trajes impecables que, armados con estadísticas y sistemas de ecuaciones, fijan con precisión matemática los instrumentos que garantizarán el buen desempeño de la economía. Aunque tiene algo de verdad, esta imagen da la falsa sensación de que la economía funciona como un simple engranaje mecánico y se olvida de su componente humano más relevante: las expectativas.

EE. UU.: curva de Phillips para 1948-1969

Inflación (%)



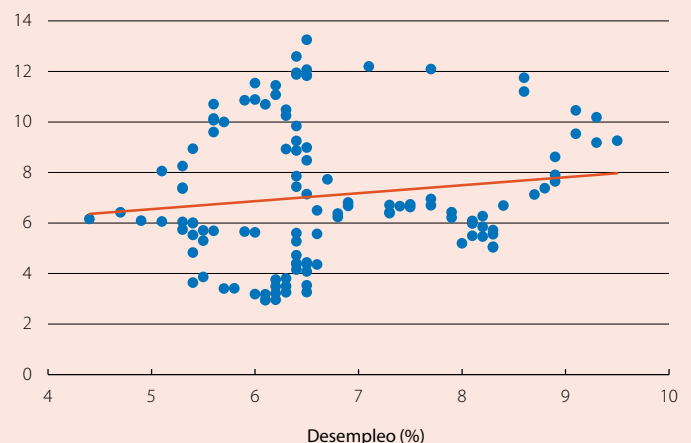
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de FRED (Fed de St. Louis).

De hecho, el tipo de interés de un banco central, su herramienta más conocida, solo impacta directamente sobre una pequeña parte de la economía: la liquidez a corto plazo que obtienen las instituciones financieras del banco central. El poder real de la política monetaria reside en la propagación de esta herramienta al universo de tipos de interés que afectan a toda la economía (hipotecas, crédito empresarial, depósitos bancarios, coste de la deuda pública, etc.), una transmisión que se vehicula, en gran medida, a través de las expectativas sobre la política monetaria futura: es decir, un tipo de interés a, digamos, 10 años refleja el tipo de interés de política monetaria esperado para los próximos 10 años.

Para empezar a entender el papel de las expectativas, consideremos una de las relaciones económicas más importantes: la asociación entre la inflación y el desempleo. Esta relación se conoce como la curva de Phillips en honor a William Phillips, quien, en 1958, observó que, a lo largo del tiempo, un aumento de la inflación coincide con una reducción del desempleo (véase el primer gráfico). Tras este descubrimiento, la política monetaria teorizó que, si generaba inflación, podía conseguir una reducción del desempleo. Pero la teoría se basaba en un supuesto muy especial sobre las expectativas: consumidores y empresas no serían capaces de anticipar que el incremento de la oferta monetaria se traduce, a largo plazo, en un incremento de los precios. Así, se suponía que, con más billetes en el bolsillo, los consumidores gastarían más, las empresas contratarían a más trabajadores y el desempleo disminuiría. Sin embargo, en los años setenta, otro grupo de economistas, que suponía que los agentes económicos ajustaban sus expectativas de un modo menos inocente y más racional, llegó a una conclusión totalmente distinta: este tipo de política monetaria no reduciría el desempleo, sino que solo generaría más inflación. Estos economistas, liderados por Milton Friedman, apuntaban que, cuando la economía usa todos sus recursos productivos (y no puede incrementar más su producción), la emisión de más billetes solo reduce la cantidad de bienes que se adquieren con cada billete: es decir, aumentan los precios. Así, los consumidores y las empresas que forman sus expectativas racionalmente sabrán que, cuando el banco central ponga más dinero en sus bolsillos, no serán más ricos, sino que, en realidad, se enfrentarán a mayores precios, por lo que ni consumirán ni producirán más. De hecho, como se observa en el segundo gráfico, en la década

EE. UU.: curva de Phillips para 1970-1979

Inflación (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de FRED (Fed de St. Louis).

1. Entre los principales bancos centrales, solo el Riksbank sueco ha alcanzado paridad de género en posiciones directivas. En la Fed, el porcentaje de mujeres directivas no supera el 40%, mientras que en el BCE apenas alcanza el 25% y en el Banco de Japón se sitúa en el 3,4%.
2. El consenso actual es que la curva de Phillips tiene una pendiente negativa y, por lo tanto, existe una relación inversa entre la inflación y el desempleo que influye en las decisiones de los bancos centrales. Esto es compatible con que consumidores y empresas formen sus expectativas de manera racional porque los economistas han demostrado que existen rigideces que comportan que los precios se ajusten lentamente. Estas rigideces hacen que, incluso con expectativas racionales, una expansión monetaria no genere inflación inmediatamente y, así, consigue estimular la actividad.
3. La interpretación convencional asume que es la mayor inflación la que causa los mayores tipos, mientras que los neofisherianos abren la puerta a que nos estemos equivocando en la dirección de causalidad.

da de 1970, los datos cuestionaron los resultados de Phillips y sus coetáneos: en esa década incrementos en la inflación fueron de la mano de aumentos en el desempleo.²

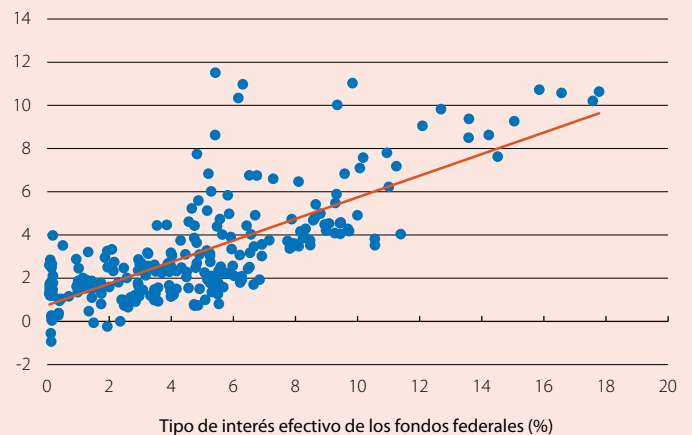
Otro ejemplo de la importancia de las expectativas en el diseño de la política monetaria lo encontramos en la relación entre tipos de interés e inflación. En general, si el banco central quiere reducir la inflación, debe incrementar su tipo de interés: de este modo, favorece el ahorro, desincentiva el consumo y reduce las presiones inflacionistas. Sin embargo, con una nueva vuelta de tuerca a las expectativas, un grupo de economistas llamados neofisherianos (en referencia a Irving Fisher, economista contemporáneo de Keynes) pone sobre la mesa una idea provocadora: la inflación incrementa cuando «suben» los tipos de interés. La idea se inspira en la relación histórica entre inflación y tipos nominales, representada en el tercer gráfico.³ Si al lector le parece que este razonamiento atenta contra el sentido común, un estudio de Falck y coautores⁴ encuentra cierta evidencia a favor de las tesis neofisherianas. En concreto, en los periodos de baja incertidumbre, cuando todos los agentes de la economía (incluido el banco central) disponen prácticamente de la misma información para evaluar el escenario macroeconómico, Falck *et al.* (2017) muestran que la predicción neofisheriana no se cumple: un incremento de tipos reduce la inflación. Sin embargo, en periodos de elevada incertidumbre, cuando los agentes privados quizás disponen de menos información que el banco central, hay evidencia a favor de los neofisherianos: aumentos de tipos de interés parecen provocar incrementos en la inflación. La clave son las expectativas: enfrentados a una elevada incertidumbre, los movimientos del banco central arrojan luz sobre la información que este posee. Así, por ejemplo, ante un aumento de tipos, los agentes deducen que el banco central prevé un incremento de la inflación y, por ello, revisan al alza sus expectativas de inflación y fijan mayores precios.

Los resultados de Falck y coautores también indican que la correcta transmisión de la política monetaria se vuelve compleja en periodos de incertidumbre. Por esta razón, desde la última recesión, los bancos centrales han complementado su herramienta tradicional (el tipo de interés de referencia) con un uso intensivo de la comunicación.⁵ Por ejemplo, a lo largo de los años 2015-2018, el BCE ha reiterado sin cesar su intención de mantener los tipos de interés en niveles bajos durante un largo periodo de tiempo: así, influye sobre las expectativas de los agentes y consigue reducir los tipos de interés de un mayor universo de activos. De hecho, también se pueden interpretar los programas de compras de activos que han introducido los principales bancos centrales en los últimos años como un instrumento que hace más creíble la intención de mantener bajos tipos de interés durante un largo periodo de tiempo (por ejemplo, por qué, como en el caso del BCE, estos programas se diseñan con una larga duración).

Los bancos centrales no solo transmiten información a los agentes económicos, sino que también utilizan las cotizaciones financieras para obtener información sobre el estado de la economía. Esta interacción circular entre los bancos centrales y los mercados financieros, en términos de gestionar y, a la vez, recopilar expectativas, nos lleva a lo que Paul Samuelson denominó el problema del reflejo. Eso es, la influencia del banco central en las cotizaciones financieras puede ser tan grande que, parafraseando a Samuelson, la reacción del banco central ante señales de los mercados sea análoga a la del mono que responde a su reflejo en un espejo.⁶

EE. UU.: tipos de interés e inflación, 1954-2018

Índice de precios PCE (variación interanual, %)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de FRED (Fed de St. Louis).

Adrià Morron Salmeron
CaixaBank Research

4. Falck, E., Hoffmann, M. y Hürtgen, P. (2017), «Disagreement and monetary policy», Deutsche Bundesbank Discussion Paper n.º 29/2017.

5. La credibilidad es otro elemento clave. Para reforzarla, ha sido fundamental que los bancos centrales sean instituciones independientes y se rijan por reglas u objetivos verificables (como, en el caso del BCE, una inflación cercana, pero inferior, al 2%).

6. Cita procedente de Morris, S. y Shin, H. S. (2018), «Central bank forward guidance and the signal value of market prices», BIS Working Paper, n.º 692.