

## ¿Deben los bancos centrales subir la tasa de interés?

Tras el anuncio de política monetaria de la Reserva Federal el 4 de mayo, en conferencia de prensa un reportero hizo la siguiente pregunta al presidente de la Fed, Jerome Powell: “¿tendría este Comité (FOMC) el valor de tolerar recesiones con el objetivo de bajar la inflación si fuese el único camino?”. El reportero hizo referencia a que Paul Volcker (presidente de la Fed entre 1979 y 1987) tuvo el coraje para bajar la inflación con dos recesiones en la década de 1980. A esto, Powell respondió que ciertamente existe la posibilidad de que la política monetaria tenga que moverse a niveles considerados restrictivos, agregando que Paul Volcker “tuvo el valor de hacer lo que él pensaba que era lo correcto”.

No es la primera vez que Powell expresa su admiración por Volcker, lo que puede ser interpretado como una señal de que la Reserva Federal está dispuesta a adoptar una postura que restrinja el crecimiento económico con el objetivo de regresar y controlar la inflación. Posteriormente, el 17 de mayo, Powell señaló que subirán la tasa de interés lo que sea necesario, hasta que la inflación regrese a su objetivo.

La inflación se mantiene elevada, en el caso de México en niveles no vistos en más de 21 años (enero del 2001) y en Estados Unidos, en niveles no vistos en más de 40 años (diciembre de 1981). Desde 2021, ante la evidencia de presiones inflacionarias, hubo una discusión entre economistas (y no economistas) que nubló el panorama sobre la inflación y los alcances de la política monetaria. Dado el escenario de una inflación causada por mayores costos tras la pandemia y choques de oferta en el mercado de materias primas tras el comienzo de la guerra en Ucrania, ¿debe o no un banco central subir la tasa de interés?

Por un lado, hubo quienes (particularmente en México) argumentaban que subir la tasa de interés resultaba inútil y hasta costoso para la actividad económica, pues el PIB se ubica por debajo de niveles pre-pandemia y además limitar el crecimiento de la demanda agregada cuando los choques provenían mayores costos a nivel global, no lograría el efecto deseado de menor inflación. Inicialmente inclusive se argumentó que la mayor inflación era principalmente por un efecto de baja base de comparación que sí existió, pero fue de corta duración.

Por otro lado, hubo quienes señalaron que los choques de oferta tras la pandemia y más recientemente tras la guerra en Ucrania, han contaminado el proceso de formación de precios, por lo que resulta más importante subir la tasa de interés y enviar una señal a través del canal de expectativas. Es aquí que las lecciones del pasado se vuelven relevantes.

## Dos enfoques distintos, Keynesianismo vs. Monetarismo

De 1945 a 1978, la política monetaria de la Reserva Federal de Estados Unidos estuvo dominada por la orientación Keynesiana de que la inflación era causada por factores ajenos al campo de influencia de la política monetaria. Bajo este enfoque, el objetivo de la Fed era lograr un balance entre crecimiento e inflación, en donde se buscaba impulsar o limitar la demanda agregada a través del control en la disponibilidad del crédito (*stop-go*). En medio de este enfoque se encontraba la curva de Phillips, bajo el argumento de que existía una compensación entre la tasa de desempleo y la inflación. Esto implicaba que, para los hacedores de política monetaria, disminuir los niveles de inflación iba a la par de un incremento de la tasa de desempleo.

Implícito a este argumento, estaba la idea que los ciclos económicos estaban atados a los niveles de inflación. Esto es, ante la expansión económica la inflación aumentaba por 1) presiones de la demanda agregada, 2) mayores salarios y costos de materias primas (*cost-push*) y 3) expectativas de mayor inflación. Para contrarrestar esto era necesario restringir la actividad económica, limitando la creación de empleo y los incrementos en salarios, ya sea a través de límites al crédito o a través de políticas desde el gobierno

para controlar precios o salarios. La idea de un crecimiento económico sostenido a la par de una inflación controlada no existía en la práctica.

En 1960 aparece el monetarismo con Milton Friedman. Friedman introdujo un cambio en el pensamiento económico, apoyado en la teoría de expectativas racionales, que indica que las expectativas actuales sobre la economía tienen influencia sobre la situación futura. Esto ocurre porque los agentes económicos ajustan su toma de decisiones en función de información previa y del flujo de información disponible en tiempo real. A diferencia del keynesianismo, el monetarismo señalaba que la inflación era un fenómeno monetario y que no existía una relación de compensación de largo plazo entre la inflación y la tasa de desempleo. En cambio, el monetarismo establece que la tasa de desempleo está determinada por el sistema de precios, que debe transmitir la información de forma eficiente a los agentes económicos, lo cual sucede cuando existe certidumbre en forma de un anclaje de las expectativas de inflación. De esta forma, las empresas establecen precios (incluidos ajustes salariales) en función de las expectativas, siempre y cuando permanezcan ancladas.

### **La gran inflación en la década de 1970**

En la década de 1970 la elevada inflación se atribuía al déficit fiscal, los incrementos en precios de materias primas y el poder de los sindicatos para establecer y subir salarios. El déficit fiscal en Estados Unidos promedió 0.38% del PIB en la década de 1950, subiendo a 0.73% en la década de 1960 y 1.93% en la de 1970, impulsado en parte por el financiamiento de la Guerra de Vietnam. En particular, en la segunda mitad de la década, el déficit fiscal se ubicó en promedio en 2.75% del PIB.

Por su parte, los precios del petróleo se dispararon de 4.08 dólares por barril (promedio) en 1973 a 12.52 dólares por barril en 1974, esto es un incremento del 207%. Este incremento en precios fue debido al embargo petrolero de la Organización de Países Árabes Exportadores de Petróleo (OAPEC, por sus siglas en inglés) en contra de Estados Unidos por el apoyo económico que otorgó a Israel en la guerra de Yom Kippur. El embargo petrolero fue simultáneo a incrementos en los precios de otras materias primas, debido a que en Estados Unidos la capacidad de producción, incluyendo de petróleo, estaba al límite. Asimismo, entre 1972 y 1975 se elevaron los precios de los productos agrícolas (trigo, maíz y soya), debido a un fuerte incremento en la demanda de trigo por parte de la Unión Soviética, para cubrir sus necesidades ante malas cosechas. Las cosechas de granos también fueron malas en Estados Unidos, Australia y Canadá. El precio internacional del trigo se elevó desde 49 dólares por tonelada métrica en febrero de 1972, a 203 dólares en febrero de 1974, esto es un incremento del 312%.

La depreciación del dólar tras el abandono del sistema monetario Bretton Woods en los primeros años de la década (anunciado en agosto de 1971) fue un factor adicional que encareció las importaciones, reflejándose en la inflación. Entre agosto de 1971 y julio de 1973, el dólar estadounidense perdió 21.77% de acuerdo con el índice DXY.

A finales de la década se dio un nuevo choque de oferta que subió los precios del petróleo. En 1979 el precio subió 48.1% anual a 21.57 dólares por barril, mientras que en 1980 subió 56.9% a 33.86 dólares por barril y en 1981 subió 9.6% a 37.10 dólares. El segundo choque de oferta se originó en la Revolución Iraní de 1978, lo que ocasionó una caída de la producción global de crudo del 7%. A la par de esto, se elevó fuertemente la demanda global por el energético con el objetivo de fortalecer reservas, lo que impulsó el precio durante varios años. Los precios de los granos también enfrentaron una segunda ola de incrementos en precios entre 1978 y 1980.

Ante la convergencia de choques de oferta que elevaron costos de producción y ocasionaron un incremento de la inflación, el enfoque de las políticas de estabilidad de precios estaba dirigido a establecer directamente controles salariales y de precios. En Estados Unidos la inflación ya había enfrentado presiones al alza desde 1968, por lo que en agosto de 1971 (a la par del abandono del sistema de Bretton Woods), la

administración de Nixon anunció el congelamiento de precios en todos los salarios y productos durante 90 días. Si bien esta medida tuvo un efecto positivo de muy corto plazo, se tradujo en un incremento de la demanda de bienes y escasez (incluyendo productos básicos como la carne), lo que renovó las presiones inflacionarias. A esto se sumaron los choques de oferta ya mencionados sobre precios de energía, granos y la depreciación del dólar, por lo que los controles de precios rápidamente dejaron de ser una opción efectiva durante la década.

### **La era de Volcker y La Gran Moderación**

Paul Volcker inició su periodo como presidente de la Reserva Federal en agosto de 1979, con una inflación de 11.8% anual y una economía desacelerada, luego de crecer a tasas anualizadas del 0.7 y 0.4% durante los primeros dos trimestres del mismo año. **Su gestión tuvo un cambio clave, pues reconoció que la Fed tenía la responsabilidad de mantener una inflación baja y estable, inclusive en periodos de expansión económica, independientemente del origen de las presiones inflacionarias.** En febrero de 1980 la inflación de Estados Unidos superó el nivel del 14% (alcanzando un máximo de 14.76% en marzo) y la Fed optó por una postura monetaria restrictiva, con la tasa de interés subiendo de 15% hasta 20% en marzo de ese año (la tasa se ubicaba en 10.25% en junio de 1979). En la década de 1970 la base monetaria creció a una tasa anual promedio de 7.2%, mientras que entre 1980 y 1982, creció a una tasa anual del 5.3% y solo 3.4% en 1981, su menor tasa desde comienzos de la década de 1960.

La postura monetaria restrictiva a la par de un programa de una restricción del crédito de la administración de Carter (*Credit Restraint Program*) llevó a Estados Unidos a una recesión que duró del segundo al tercer trimestre de 1980 (6 meses), principalmente por una caída del consumo de bienes y de la inversión física, así como una contribución nula del gasto público al crecimiento económico. La postura monetaria se mantuvo restrictiva hasta 1982, mientras la economía de Estados Unidos atravesó una segunda recesión del tercer trimestre de 1981 hasta el cuarto trimestre de 1982 (16 meses), misma duración que la recesión de 1973-1975, pero la más profunda desde la Gran Depresión, lo que llevó la tasa de desempleo a 10.8% en noviembre de 1982. Al final de la segunda recesión (en noviembre de 1982), la inflación había bajado a una tasa anual de 4.6%, mientras que la tasa de interés, aunque se había moderado, se ubicaba en 9%. La Reserva Federal había enfocado sus esfuerzos en estabilizar las expectativas de inflación, al mismo tiempo que la primera administración de Regan (1981-1984) se enfocó en reducir la participación del gobierno en la economía, a la par de una reducción de impuestos, lo que contribuyó con la expansión económica iniciada en 1983.

Durante el resto de la década de 1980, la Reserva Federal de Volcker se dedicó a consolidar, en la práctica, la administración de la política monetaria en función de las expectativas de inflación.

La consolidación de las expectativas de inflación de Volcker se dio a través de incrementos a la tasa de interés. Cuando la inflación subió de 2.9% en octubre de 1983 a 4.8% en marzo de 1984, la tasa de interés subió de 9.5% a 11.75%, a pesar de que a inicios de 1984 la tasa de desempleo se ubicaba todavía en un nivel elevado del 8%. Así, de 1984 a 1990, la economía de Estados Unidos atravesó un amplio periodo de crecimiento económico sostenido de 92 meses (el cuarto más amplio en registro), con una inflación anual promedio de 3.7% y un crecimiento anual promedio de 4.35%. Gracias a la expansión económica sostenida, a finales de 1984 la tasa de desempleo había bajado a 7.3%, mientras que en diciembre de 1985 se ubicó en 7.0%, en 1986 bajó a 6.6%, en 1987 a 5.7% y se estabilizó en un promedio de 5.5% entre 1988 y 1990.

Después de una breve recesión entre julio de 1990 y marzo de 1991, a partir de abril de 1991 la economía estadounidense volvió a atravesar otro periodo de crecimiento económico sostenido hasta 2007 (con una recesión moderada en 2001). Este periodo comprendido entre 1983 y 2007 de crecimiento económico con estabilidad de precios y recesiones moderadas, lleva el nombre de La Gran Moderación y llegó a su fin con la Gran Recesión del 2008-2009.

## El esquema de objetivos de inflación

En la práctica, la Reserva Federal comenzó a implementar un esquema de objetivos de inflación a partir del periodo de Paul Volcker, no porque hubieran establecido un objetivo explícito, sino porque la conducción de la política monetaria estaba orientada a que los agentes económicos y financieros anclaran sus expectativas de mediano y largo plazo, evitando así procesos inflacionarios en periodos de expansión económica.

Legalmente, el camino para establecer un régimen de objetivos de inflación inició en 1977, cuando la Ley de la Reserva Federal fue modificada con la finalidad que la Fed persiguiera 3 objetivos: 1) precios estables, 2) máximo empleo y 3) tasas de interés moderadas a largo plazo (Federal Reserve Reform Act, 1977). Al año siguiente, el 27 de octubre de 1978 se firmó la Ley de pleno empleo y crecimiento equilibrado (Full Employment and Balanced Growth Act, 1978) donde se establecen como objetivos principales:

1. Reducir la tasa de desempleo, para los mayores de 20 años a 3% o menos y mayores de 60 años 4% o menos.
2. Reducir la tasa de inflación al 3% o menos, siempre y cuando su reducción no intervenga con el objetivo del empleo.

Estados Unidos adoptó un objetivo de inflación explícito hasta 2012, cuando el 25 de enero el FOMC anunció que la inflación objetivo sería del 2%, agregando que la comunicación de este objetivo ayudaría al anclaje de expectativas de inflación a largo plazo, promoviendo la estabilidad de precios y la moderación de las tasas de interés a largo plazo. En 2020, tras la recesión a causa de la pandemia, la Reserva Federal modificó su objetivo de inflación a 2% en promedio, sin especificar un periodo para ese promedio. La modificación a un objetivo promedio busca mantener ancladas las expectativas de inflación del 2%, al mismo tiempo que permite fluctuaciones por arriba del objetivo, para evitar así que las expectativas de inflación se anclen por debajo del objetivo, obligando a bajas tasas de interés por un periodo de tiempo prolongado, tal como sucedió tras la Gran Recesión.

En México, la Ley del Banco de México (1993) estableció como objetivo prioritario la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional. Fue el 1 de abril de 1994 que entró en vigor la reforma al artículo 28 de la Constitución, lo que otorgó autonomía al banco central. En 2001, Banxico adoptó el esquema de objetivos de inflación, estableciendo una meta de corto plazo que la inflación no excediera 6.5% en 2001, una meta para 2002 alrededor del 4.5% y una meta de mediano plazo del 3% para el año 2003.

En el informe de inflación del segundo trimestre del 2002 se agregó una sección sobre el objetivo de inflación a largo plazo y se estableció formalmente una meta de inflación: "Con base en un análisis cuidadoso, la Junta de Gobierno ha acordado que la política monetaria se conducirá con el fin de alcanzar en diciembre de 2003 una inflación anual del INPC de 3 por ciento y de mantenerla permanentemente alrededor de ese nivel". En el mismo informe se estableció un intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual para el largo plazo (después del 2003).

Históricamente los bancos centrales han empleado varias estrategias para lograr su objetivo final (estabilidad de precios en la mayoría de los casos) a través de objetivos intermedios (que pueden convertirse en anclas nominales), como el tipo de cambio fijo o el control del crecimiento de los agregados monetarios. Sin embargo, en el tiempo ambas alternativas perdieron su viabilidad. Por un lado, a medida que las economías se fueron abriendo al comercio global, mantener un tipo de cambio fijo y una política monetaria autónoma implicaba perder movilidad de capitales, limitando severamente el desarrollo del sistema financiero y su integración a los mercados internacionales. Mantener libre movilidad de capitales en un esquema de tipo de cambio fijo obligaba a mantener amplias reservas internacionales para procurar la estabilidad.

Así, la combinación más eficiente para lograr una política monetaria funcional fue un tipo de cambio de libre flotación y libre movilidad de capitales. Por otro lado, el control del crecimiento de los agregados monetarios se vuelve complicado al considerar que 1) la velocidad del dinero no es constante y 2) el sistema financiero evoluciona, afectando directamente la demanda por dinero en el tiempo. Así, un objetivo intermedio que se adoptó por la mayoría de los bancos centrales, incluyendo la Reserva Federal y el Banco de México, fue el objetivo para la tasa de interés de corto plazo, utilizando como objetivo operacional la tasa de interés a un día. Una de las ventajas de la tasa de interés como objetivo intermedio, es su capacidad para convertirse en un ancla nominal efectiva, que transmite con claridad las acciones del banco central y la orientación de la política monetaria, otorga control sobre las tasas de interés de corto plazo y permite la comprensión amplia de la postura monetaria actual de forma absoluta y en términos relativos (frente a otros bancos centrales).

### **Lecciones para la actualidad**

La historia de la Fed a comienzos de la década de 1980 no podría ser más relevante que en la coyuntura actual. En marzo de este año, la inflación de Estados Unidos alcanzó 8.5% anual, su mayor nivel desde diciembre de 1981, resultado de dos choques de oferta: 1) por la pandemia que no ha terminado y 2) la guerra en Ucrania que sigue en curso. Adicionalmente se observó un incremento de la base monetaria a la par de una recuperación en la velocidad del dinero. Entre febrero del 2020 y febrero del 2022, la base monetaria (M0) muestra un crecimiento del 74.8%. Debido a que las presiones inflacionarias se hicieron evidentes en la segunda mitad del 2021 y se han combinado con un mercado laboral ajustado, se acentuaron las presiones al alza de los salarios que también presionan a la inflación. Entre febrero del 2020 y abril del 2022, los salarios promedio por hora han crecido 11.52% nominal, aunque debido a la elevada inflación, el crecimiento real acumulado en el mismo periodo es de sólo 0.06%. Esto último eleva la probabilidad de que los trabajadores sigan demandando mayores salarios, contribuyendo con el crecimiento de costos de los negocios y la posibilidad de que esos costos se trasladen hacia precios al consumo.

**Una inflación *cost-push* no es impedimento para la adopción de una postura monetaria restrictiva si se considera que el elemento más relevante de la política monetaria son las expectativas de los agentes económicos, en específico el anclaje de las expectativas de inflación, evitando así una espiral inflacionaria y la materialización de expectativas auto realizadas.** Resulta preocupante que las expectativas de inflación de los consumidores recabada por la Fed de Nueva York, la mediana de la proyección a 1 año se ha ubicado en promedio en 6.18% durante los primeros cuatro meses del 2022 (vs. 3.02% promedio entre 2013 y 2021). Por su parte, la mediana de la inflación esperada a 3 años se ubica en 3.71% promedio en los mismos cuatro meses (vs. 2.95% promedio entre 2013 y 2021).

Estas lecciones también son válidas para el caso de México, en donde la inflación de abril se ubicó en 7.68% anual, su mayor nivel desde enero del 2001, mientras que la inflación subyacente que determina la trayectoria de la inflación general en el mediano y largo plazo, acumula 17 meses consecutivos al alza. El riesgo de un desanclaje de expectativas también está presente en México. De acuerdo con la encuesta de expectativas elaborada por Banco de México a especialistas del sector privado al mes de abril, la expectativa de inflación general al cierre del 2022 aumentó por novena ocasión consecutiva, pasando de 5.80% a 6.75%. En la misma encuesta, la mediana de la expectativa de inflación para los próximos 1 a 4 años se ubicó en 3.76% en abril, su mayor nivel desde abril del 2010 y por arriba del promedio del 2004 al 2021 (3.55%). **La mediana de la expectativa de inflación para los próximos cinco a ocho años, que es mucho más estable, subió de 3.50% a 3.55% en abril, su primer incremento luego de permanecer en 3.50% durante 48 meses consecutivos y su mayor nivel en registro para las expectativas de largo plazo que inicia en agosto del 2008.** Esto último fue destacado por la subgobernadora Irene Espinosa en las minutas de política monetaria más recientes, como argumento para votar a favor de un incremento a la tasa de interés de 75 puntos base.

## Normalización tardía de la política monetaria

Dos argumentos, contraproducentes, fueron repetidos por los hacedores de política monetaria durante el 2021: 1) que la inflación se debía a un efecto de baja base de comparación (que se desvaneció rápidamente a partir del segundo trimestre del 2021) y 2) que la inflación provenía de choques de oferta a causa de la pandemia, por lo que se le calificó como transitoria y se puso en duda la efectividad de los incrementos a la tasa de interés, al no existir presiones desde la demanda agregada. Este último argumento del tipo keynesiano, hizo que la Fed demorara su normalización de tasas de interés y siguiera con el programa de compras mensuales de bonos, lo que provocó que las expectativas de inflación siguieran al alza. También se ha observado un crecimiento sostenido de la base monetaria, subiendo 15.23% en 2021 y 48.14% entre febrero del 2020 y abril del 2022.

La transitoriedad de la inflación ha sido descartada, pues los choques de oferta continúan ante la pandemia y ante la guerra. Así, el principal riesgo para la efectividad de la política monetaria en México es un desanclaje de las expectativas de inflación. Así, es probable que tanto la Reserva Federal como Banco de México, sigan subiendo su tasa de interés y no se descarta la posibilidad de que adopten un mayor ritmo de incrementos con el objetivo de enviar una señal de contundencia a los mercados y a los agentes económicos para así mantener las expectativas de inflación a largo plazo ancladas.

---

### Gabriela Siller Pagaza, PhD

Directora de Análisis Económico-Financiero

[gsiller@bancobase.com](mailto:gsiller@bancobase.com)

Tel. 81512200 ext. 2231

### Jesús Anacarsis López Flores

Subdirector de Análisis Económico-Financiero

[jlopezf@bancobase.com](mailto:jlopezf@bancobase.com)

El presente documento ha sido elaborado por Grupo Financiero BASE para fines EXCLUSIVAMENTE INFORMATIVOS y basado en información y datos de fuentes consideradas como fidedignas. Sin embargo, Banco Base NO asume responsabilidad alguna por cualquier interpretación, decisión y/o uso que cualquier tercero realice con base en la información aquí presentada. La presente información pretende ser exclusivamente una herramienta de apoyo y en ningún momento deberá ser utilizada por ningún tercero para fines políticos, partidistas y/o cualquier otro fin análogo.